

THÈSE
POUR
LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

LE
Développement des Valeurs mobilières
EN FRANCE DEPUIS 1900
LEUR INFLUENCE SUR LE LOYER DES CAPITAUX MOBILIERS
et sur le cours des changes

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le jeudi 18 Janvier 1912, à 2 heures

PAR

Maurice BARRÉ

Président : M. PERREAU, professeur
Suffragants { *MM. SOUCHON, professeur*
TRUCHY, professeur



PARIS
JOUVE & C^e, ÉDITEURS
15, RUE RACINE, 15

1912

A LA MÉMOIRE DE MON PÈRE

A MA MÈRE

A MA SCEUR

A MA FAMILLE

A MES AMIS

LE
Développement des valeurs mobilières
EN FRANCE DEPUIS 1900
LEUR INFLUENCE SUR LE LOYER DES CAPITAUX MOBILIERS
et sur le cours des changes

AVANT-PROPOS

L'étude que nous nous proposons de faire touche à des questions dont les solutions sont le plus souvent difficiles et toujours discutables. Leur diversité a quelquefois pour cause des interprétations hâtives ou arbitraires de faits ou de chiffres ; elle est néanmoins inévitable parce que les statistiques sont fréquemment insuffisantes, inexactes ou incomplètes et qu'elles laissent une trop large place aux hypothèses. Il est donc impossible d'aboutir à des conclusions vraiment définitives ; mais nous chercherons du moins à indiquer les diverses causes d'erreurs qui imposent la prudence lorsqu'il s'agit de passer de chiffres particuliers à des évaluations générales.

Voici le plan que nous nous proposons de suivre :

Le développement des valeurs mobilières étrangères sur le marché national, s'est réalisé d'une manière de plus en plus progressive depuis qu'elles y ont été admises. Ce n'est pas que la masse des capitaux créés annuellement en France soient de moins en moins absorbés par les valeurs françaises mais qu'ils le sont suivant une progression beaucoup plus forte par les valeurs étrangères.

La composition de la fortune mobilière française, au point de vue de la nationalité des valeurs qui la composent, a été plusieurs fois établie ; on sait que le tiers environ du portefeuille national comprend actuellement des valeurs étrangères. Pour apprécier leur extension en France, particulièrement depuis une dizaine d'années, il n'est pas de statistique assez précise qui, à elle seule, le permette ; mais en examinant à la fois les statistiques successorales, celles des impôts sur les valeurs mobilières et celles des émissions publiques, il doit être possible de faire ressortir dans quelle mesure les valeurs étrangères participent actuellement à l'évolution de la fortune mobilière nationale. C'est le premier objet de cette étude.

L'influence des valeurs étrangères s'étend, directement ou indirectement, à tous les facteurs de l'activité économique. Le taux de l'intérêt, particulièrement celui des capitaux mobiliers, dépend principalement de la quantité même des capitaux dispo-

nibles. Or, les valeurs étrangères ont une action double sur la richesse du pays en capitaux mobiliers ; généralement bienfaisante parce qu'elle tend à la modération du taux de l'intérêt, elle peut devenir nécessaire pour en empêcher, inversement, l'avitillement. C'est donc l'utilité, puis la nécessité de ces valeurs, au point de vue du loyer des capitaux, que nous chercherons ensuite à reconnaître et à préciser.

Les placements en France de valeurs étrangères doivent théoriquement correspondre à une exportation de capitaux français vers les pays d'où ces valeurs proviennent, puisqu'elles sont la représentation de ces capitaux. Pratiquement, cette exportation se réalise si peu que la fortune nationale en capitaux mobiliers ne cesse de se développer. Les placements à l'étranger, nécessaires à cause de l'insuffisance pour les retenir en France des nouvelles entreprises françaises, constituent un élément de plus en plus important des revenus nationaux. Ils sont la cause de nombreuses créances sur l'étranger dont la réalisation fait que la balance économique de la France avec les autres pays est favorable, alors que sa seule balance commerciale apparaît défavorable. Ils contribuent ainsi, non seulement au bon marché normal de nos changes sur l'étranger, mais à la stabilité même de la fortune nationale ; au lieu de s'appuyer sur les seules richesses du pays, cette fortune

s'appuie alors sur les richesses du monde entier.

Les avantages des valeurs étrangères ont leur contre-partie dans les inconvénients ou dangers qu'elles peuvent constituer pour l'épargne et la production. De diverses manières, un mouvement se dessine dans le sens d'une intervention plus active des pouvoirs publics afin de chercher à ne retenir du développement des valeurs étrangères que les conséquences favorables au pays. Sans en étudier l'opportunité ou l'efficacité, nous exposerons seulement les conditions dans lesquelles les valeurs étrangères, tout au moins les valeurs officielles, peuvent actuellement devenir négociables en France.

CHAPITRE PREMIER

DÉVELOPPEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES D'APRÈS L'ANNUITÉ SUCCESSORALE MOBILIÈRE

Il y a toujours eu, dans les statistiques successorales, la distinction fondamentale des biens en meubles et en immeubles. Jusqu'en 1850, seuls les immeubles étaient l'objet d'une division essentielle, suivant qu'ils étaient ou ruraux, ou urbains. Le développement des valeurs mobilières était encore trop restreint pour que, dans la catégorie des biens meubles, on leur fit une place à part. C'est donc à partir de 1850 seulement qu'est faite la distinction entre les valeurs mobilières et les « autres meubles ».

Les « autres meubles », expression même de l'Enregistrement, comprennent surtout le numéraire, les dépôts de banque et comptes courants, les livrets de caisses d'épargne et de retraites pour la vieillesse, les créances et rentes sur particuliers, les fonds de commerce et objets mobiliers.

Les modifications apportées depuis 1850 à la

législation fiscale des successions ont amené la Direction de l'Enregistrement à modifier à plusieurs reprises la forme de ses publications statistiques. Jusqu'en 1898, elles furent toujours purement fiscales, car elles n'indiquaient que le nombre des perceptions effectuées, le chiffre des droits constatés et les capitaux taxés correspondant à ce chiffre. Ces capitaux étaient donc calculés d'après l'ensemble des droits perçus et non d'après le dépouillement direct des registres de déclarations. De plus, dans la classification des biens suivant leur nature, les valeurs mobilières françaises n'étaient pas distinguées des valeurs mobilières étrangères; il n'y avait de distinction qu'entre la masse des fonds d'États français ou étrangers, et la masse des autres valeurs mobilières, françaises ou étrangères. Il était donc impossible, d'après ces statistiques, de suivre l'évolution des divers éléments de la fortune mobilière nationale.

Dans son ensemble, cette évolution ressort du tableau suivant où se trouve, résumée par périodes quinquennales de 1851 à 1896, la valeur moyenne annuelle des biens transmis par succession (millions de francs).

Années	Valeurs mobilières	Autres meubles	Total des biens meubles	Immeubles	Total général
1851-1855	102,9	740,7	843,6	1.217,9	2.061,5
1856-1860	129,1	925,0	1.054,1	1.380,0	2.434,1
1861-1865	159,9	1.071,3	1.231,2	1.548,5	2.779,7
1866-1870	197,9	1.364,6	1.562,5	1.849,1	3.411,6
1871-1875	460,7	1.593,0	1.955,7	2.216,1	4.171,8
1876-1880	714,9	1.543,0	2.257,9	2.573,6	4.831,5
1881-1885	877,2	1.597,9	2.475,1	2.658,9	5.134,0
1886-1890	1.165,1	1.493,2	2.658,3	2.745,7	5.404,0
1891-1895	1.523,3	1.454,1	2.977,4	2.955,3	5.932,7
1896	1.511,8	1.229,5	2.741,3	2.754,0	5.495,3

Le montant global des valeurs assujetties est passé de 2.061 millions en 1851-1855 à 5.932 millions en 1891-1895, soit une augmentation de 3.871 millions. Elle comprend 1.737 millions pour les immeubles et 2.133 millions pour les meubles. Le développement des valeurs mobilières est le principal facteur de l'augmentation de l'annuité successorale mobilière ; elles y figurent pour 1.420 millions contre 713 millions pour les autres meubles.

Le pourcentage de ces diverses progressions donne ainsi :

Valeurs mobilières.....	36,68 o/o	
Autres meubles.....	18,44 o/o	
Total des biens meubles...		55,12 o/o
Immeubles	44,88 o/o	44,88 o/o
Total.....	100	100

En 1898, la Direction de l'Enregistrement, sous

l'inspiration de M. F. Faure, ajouta pour la première fois à la statistique purement fiscale des successions une statistique économique ; celle-ci fut établie sans qu'on se préoccupât de savoir si les mutations examinées donneraient lieu ou non à la perception de l'impôt, mais d'après le dépouillement direct des registres de déclarations ; de plus, elle comprit avec plus de subdivisions, les diverses natures de biens. Il en résulta qu'au lieu de porter sur la seule matière imposable, elle s'étendit à tous les biens énoncés dans les déclarations ; or, ces déclarations, faites au receveur de l'Enregistrement dans les six mois du décès, comprennent tous les biens laissés par le *de cujus*, à quelque titre que ce soit ; elles comprennent, notamment, les biens dont le *de cujus* pouvait n'avoir la possession qu'au titre de chef de la communauté conjugale et dont la pleine propriété doit finalement revenir à la femme ou à ses héritiers.

Il doit donc y avoir un écart entre les chiffres de la statistique fiscale et ceux de la statistique économique, ceux-ci étant les plus élevés. La réduction qu'il convient de leur appliquer, pour apprécier plus exactement l'importance des valeurs déclarées faisant réellement partie des successions, serait, d'après l'Enregistrement, de près de 14 0/0. C'est une proportion évaluée d'après les résultats de l'enquête de 1898-1899 : le total des valeurs déclarées était de 6.621 millions en 1891 et de 6.766 mil-

lions en 1899 ; celui des valeurs imposées était, pour les mêmes années, de 5.701 millions et de 5.836 millions.

C'est pour l'année 1898 que l'on possède la première statistique à la fois économique et officielle des mutations par décès. La seconde fut publiée à la suite d'une enquête faite par l'administration pour l'année 1902, en vue de l'application de la loi du 25 février 1901. Cette loi, tout en modifiant profondément le régime fiscal des successions, maintint à la base la formalité de la déclaration avec énonciation des biens. On avait donc été bien inspiré de se fonder, dès 1898 sur cette seule énonciation. Les deux innovations principales de la loi de 1901 furent la distraction du passif de la succession pour le calcul des droits, et l'établissement d'un tarif gradué, non plus seulement d'après le degré de parenté entre les héritiers ou le défunt, mais aussi d'après l'importance de l'actif recueilli. Son application commença en 1904 ; les mutations par décès donnent donc lieu à trois totaux : la somme des valeurs énoncées, l'actif brut et l'actif net des valeurs successorales. Ainsi, en 1908, le total des valeurs énoncées a été de 7.425 millions, l'actif brut, de 5.657 millions et enfin, l'actif net soumis à l'impôt de 5.273 millions.

Les enquêtes faites pour les années 1898 et 1902 étaient exceptionnelles et ne résultaient pas d'un

texte qui les rendit obligatoires. Une circulaire de la Direction générale de la Comptabilité publique du 26 juin 1905 est intervenue pour les rendre régulières, en prescrivant qu'elles seraient faites pour toutes les années à millésime pair. A l'heure actuelle, il y a donc pour 1906 et 1908, des statistiques analogues à celle qui fut inaugurée en 1898. Les voici, telles qu'elles sont présentées dans les comptes définitifs des recettes budgétaires.

IMPORTANCE DES VALEURS SUCCESSORALES ÉNONCÉES

VALEURS FRANÇAISES	1898	1906	1908
Rentes sur l'Etat et autres valeurs du Trésor.....	491.849.746	425.458.866	399.998.326
Actions.....	475.301.297	484.046.433	485.739.666
Obligations.....	576.603.480	631.954.684	626.538.698
Parts d'intérêts et com- mandites simples.....	96.522.295	109.072.655	100.615.619
Ensemble.....	1.640.276.818	1.650.532.638	1.612.872.909
VALEURS ÉTRANGÈRES			
Rentes et effets publics des gouvernements étrangers.....	187.404.224	271.448.921	341.514.576
Actions.....	82.709.785	112.336.971	157.068.038
Obligations.....	170.866.708	156.001.006	189.910.502
Parts d'intérêts et com- mandites simples.....	874.025	14.077.224	11.184.108
Ensemble.....	441.854.742	553.864.122	699.677.254
Total des valeurs mobi- lières.....	2.082.131.560	2.204.396.760	2.312.569.563
Autres meubles.....	1.449.005.093	1.652.230.100	1.777.517.566
Total des biens meubles.	3.531.136.653	3.856.626.860	4.090.087.129
Immeubles ruraux.....	1.570.351.389	1.664.116.852	1.816.323.549
— urbains.....	1.519.810.899	1.532.275.651	1.519.343.344
Total des immeubles....	3.090.162.288	3.196.392.503	3.335.666.893
Total général des valeurs énoncées.....	6.621.298.941	7.053.013.363	7.425.754.022

L'augmentation de l'ensemble des valeurs mobilières, de 1898 à 1908, ressort à environ 230 millions. La première observation suggérée par l'analyse de cette statistique est que les valeurs étrangères sont la seule cause de cet accroissement de l'annuité successorale mobilière, lequel serait encore plus sensible, d'ailleurs, si seules les valeurs étrangères le constituaient. En effet, leur augmentation est de près de 258 millions, tandis que les valeurs françaises présentent une diminution de plus de 27 millions.

La diminution des valeurs françaises est surtout imputable aux rentes sur l'État et autres valeurs du Trésor, car elle atteint pour elles le chiffre de 92 millions. C'est une moins-value qui s'est régulièrement accusée, d'année en année, depuis 1898 : elle n'est donc pas accidentelle. C'est en faible partie qu'elle a été compensée par la plus-value des actions et des obligations ; celle des actions n'est que de 10 millions, celle des obligations, plus forte, est de 50 millions. Enfin, les parts d'intérêts et commandites simples ont augmenté de 4 millions.

Tout autre a été le mouvement des diverses valeurs étrangères.

Au contraire des rentes françaises et valeurs du Trésor, ce sont les titres de rentes étrangères qui ont le plus augmenté, soit de 154 millions. Les actions et les obligations des sociétés étrangères ont suivi un mouvement également inverse des valeurs

françaises correspondantes, car c'est pour les actions que la plus-value est ici la plus forte, elle ressort à 74 millions, celle des obligations est de 19 millions, enfin celle des parts d'intérêts et commandites simples est de 10 millions.

La moins-value de 92 millions constatée pour les titres de rente ne peut pas indiquer un amoindrissement de la dette publique française, car il est certain que celle-ci n'a pas diminué.

Si, par conséquent, il n'en est pas tenu compte, il ressort que les valeurs françaises ont augmenté de 64,3 millions, tandis que les valeurs étrangères, effets publics compris, ont augmenté de 258 millions. Enfin, si l'on écarte ces effets publics, afin de ne comparer que des valeurs de même nature, les déclarations de successions font ressortir une augmentation de 103,6 millions pour les actions et obligations étrangères réunies, soit 39 millions de plus que pour les valeurs françaises correspondantes.

De nombreuses causes d'erreurs font que les chiffres successoraux sont loin de représenter exactement le mouvement réel des mutations par décès. Ce défaut de concordance est dû, soit à la base choisie pour leur établissement, soit au contenu même des déclarations. De plus, l'annuité successorale ne révèle rien des valeurs qui ne sont pas susceptibles d'être transmises par succession.

Les valeurs énoncées, comme il a été dit, ne cor-

respondent que dans une certaine mesure aux valeurs transmises. Sur le total des valeurs déclarées en 1898, 2.300 millions se rapportent à des successions comprenant des valeurs de communauté. M. Bertillon (1), en comparant les chiffres taxés en 1896 aux chiffres énoncés en 1898 et en 1899, a établi entre eux une différence de 20 à 23 o/o. C'est une différence qui s'élève à une moyenne de 30 à 40 o/o pour les valeurs mobilières, et qui atteint de 55 à 60 o/o pour les seuls fonds d'États. Elle se réduit au contraire à 11 o/o pour les immeubles. Mais il faut observer, qu'en procédant ainsi, M. Bertillon ne tient pas compte de l'augmentation de l'annuité successorale pendant ces trois années, particulièrement de celle des valeurs mobilières, surtout enfin de celle des fonds d'États.

Les déclarations faites par les héritiers sont fréquemment inexactes ; elles tendent même à l'être de plus en plus à cause de l'aggravation continuelle des impôts successoraux. Les fraudes généralement commises en matière de succession sont de deux natures, suivant qu'il y a « insuffisance » ou « omission ». Ce sont les expressions mêmes de l'Enregistrement. Lorsque l'estimation donnée aux biens déclarés est inférieure à leur valeur réelle, il y a insuffisance ;

1. *Journal de la Société de statistique de Paris*, année 1910, p. 301.

lorsqu'une certaine partie des biens n'est même pas déclarée, il y a omission. En ce qui concerne les valeurs mobilières, les insuffisances sont rares, car elles sont directement évaluées par l'Enregistrement, d'après leur cours moyen à la Bourse, le jour de la transmission. Ce n'est que pour les valeurs non cotées en Bourse, que l'estimation par l'héritier subsiste, ce qui est alors exceptionnel.

Au contraire, c'est pour les valeurs mobilières, ainsi que pour le numéraire, que les omissions sont les plus fréquentes. Un très grand nombre de titres au porteur transmis par succession, ne sont pas déclarés. En rapprochant le montant des titres au porteur de celui des titres nominatifs, l'un et l'autre se rapportant à une même valeur, il a été évalué que 25 à 30 o/o des titres au porteur transmis étaient dissimulés par les héritiers.

La fraude est inévitable malgré les pénalités encourues lorsqu'elle est découverte. Elle ne peut vraiment devenir difficile que lorsque les sociétés ou compagnies, agents de change ou banquiers, sont dépositaires, détenteurs ou débiteurs de titres dépendant d'une succession qu'ils sauraient ouverte. Ils doivent, en effet, adresser au directeur de l'Enregistrement une liste de ces titres avant leur remise aux héritiers ou dans la quinzaine qui suit cette remise ; ils doivent refuser de même les transferts ou conversions des inscriptions de rentes ou de

valeurs nominatives s'il ne leur est pas présenté un certificat constatant l'acquittement des droits.

De même la fraude peut être parfois combattue par le fisc à cause de son droit de communication sur tous les papiers, registres et documents de toutes sociétés anonymes ayant des établissements en France ; il peut ainsi se tenir au courant des opérations effectuées par les particuliers, de leurs dépôts de capitaux ; il peut aussi connaître les titres qu'ils possèdent, par les coupons qu'ils font encaisser.

Ni le droit de communication, ni le droit à la dénonciation obligatoire des banquiers et officiers ministériels, ne s'étendent aux titres déposés dans les coffres-forts de banques lorsqu'ils sont loués par celles-ci à des particuliers. L'exercice de ces droits peut donc être assez restreint.

Des valeurs françaises et étrangères, celles-ci sont généralement le plus facilement dissimulables, parce que, le plus souvent, c'est sous la forme au porteur qu'elles existent. Au contraire, la forme nominative est la plus habituelle aux valeurs françaises. D'après l'enquête de l'Enregistrement (1) pour l'année 1902, il résultait que 62 0/0 des valeurs françaises étaient en titres nominatifs. C'est par conséquent sur les valeurs étrangères que la fraude est le plus active ;

1. *Bulletin de statistique et de législation comparée*, t. XLV, p. 432.

à ce point de vue il faut donc considérer comme un minimum le chiffre qui les concerne, tel qu'il résulte des déclarations.

Indépendamment des procédés de statistique et des fraudes commisés par les héritiers, il est un fait économique qui empêche une masse de titres de plus en plus grande d'apparaître dans l'annuité successorale. C'est l'extension des sociétés de toute sorte, philanthropiques ou commerciales, des multiples institutions d'assistance ou de prévoyance, des établissements publics ou d'utilité publique. Leur patrimoine ne peut pas donner lieu à des mutations par décès, puisqu'elles sont des personnes morales ; or, ce patrimoine s'enrichit de plus en plus de valeurs mobilières ; celles-ci constituent donc alors une mainmorte mobilière sur laquelle aucune indication n'est donnée par les statistiques successorales.

Dans leur récent ouvrage sur la « richesse de la France » (1), MM. de Lavergne et Paul Henry évaluent à 16 milliards environ le capital de cette mainmorte mobilière. Les établissements privés, c'est-à-dire les sociétés civiles ou commerciales, les caisses d'épargne privées, les sociétés de secours mutuels, les congrégations, les associations philanthropiques et scientifiques, les sociétés de capitalisation et les

1. *La Richesse de la France. (Fortunes et revenus privés*, par MM. Alex. de Lavergne et Paul Henry-Marcel Rivière, 1908).

mutualités, en détiendraient environ 7 milliards. Le surplus, un peu plus de la moitié, appartiendrait en propre aux établissements publics, tels que la Caisse des dépôts et consignations, la Caisse nationale d'épargne, la Caisse des retraites pour la vieillesse, la Légion d'honneur, l'Institut et, parmi les établissements publics locaux, les bureaux de bienfaisance et les institutions hospitalières.

Sans la mainmorte mobilière, l'annuité successorale serait sensiblement accrue. Elle le serait du côté des valeurs françaises, car le patrimoine des personnes morales comprend des valeurs de tout repos, particulièrement des titres de rentes et des obligations françaises. Les titres de rentes, notamment, sont de plus en plus absorbés par les administrations publiques ou privées ; c'est d'ailleurs la raison pour laquelle ils apparaissent dans les successions pour des chiffres de plus en plus réduits.

En résumé, les statistiques successorales, en faisant la part aux erreurs qui les vicient, doivent donner actuellement encore la mesure approximative du développement comparé des valeurs françaises et étrangères. Toutefois, dans une conclusion statistique, nous verrons qu'elles permettent difficilement de connaître ce développement, tel qu'il s'est poursuivi depuis 1900.

CHAPITRE II

DÉVELOPPEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES D'APRÈS LES IMPOTS QU'ELLES SUPPORTENT

Avant d'exposer et de commenter ces statistiques, voici, sommairement exposé, le régime fiscal des valeurs étrangères.

Les titres de fonds d'États ne sont soumis qu'à un seul droit de timbre ; les autres valeurs, assimilées aux valeurs françaises, acquittent, par conséquent, le droit de timbre, le droit de transmission et la taxe sur le revenu.

L'article 2 de la loi du 25 mai 1872 est la base de la législation fiscale des fonds d'État étrangers ; voici ce qu'il prescrit : « Aucune émission ou souscription de titres de rentes ou effets publics des gouvernements étrangers ne peut être annoncée, publiée ou effectuée en France, sans qu'il ait été fait, dix jours à l'avance, au bureau d'enregistrement de la résidence, une déclaration dont la date est mentionnée dans l'avis ou annonce. Les titres ou les certificats

provisaires de titres souscrits ou émis en France ne pourront être remis aux souscripteurs ou preneurs sans avoir préalablement acquitté les droits de timbre fixés par l'article précédent. »

Ces droits variaient, à l'origine, suivant que le capital représenté par les titres était inférieur ou supérieur à certains chiffres fixés d'avance ; ils ont été ramenés ensuite à un droit unique et proportionnel qui, plusieurs fois augmenté, est actuellement de 2 o/o. Il est calculé sur la valeur nominale de chaque titre ou coupure, considéré isolément, et sur un minimum de 100 francs. Il est exigible même pour les certificats nominatifs délivrés en échange de titres au porteur déjà timbrés et, réciproquement, pour les titres au porteur provenant d'une conversion de titres nominatifs également timbrés. Il s'applique donc, parfois, sans qu'il y ait eu création de nouvelles valeurs, mais simple modification apportée à la forme de valeurs anciennes.

L'expression de titres de rentes ou effets publics demande quelques précisions, car elle a un sens plus ou moins étendu suivant que ces titres sont français ou étrangers.

Les effets publics français comprennent tous titres émis par des personnes publiques, c'est-à-dire non seulement par l'État, mais par les départements, les villes, les colonies et pays de protectorat. Seuls les rentes sur l'État et les titres émis en représenta-

tion des emprunts d'Algérie, des colonies et des pays de protectorat bénéficient d'une immunité fiscale complète.

Les effets publics étrangers, soumis à la loi de 1872, ne comprennent que les titres dont la charge incombe à un État (1). L'objet de l'emprunt n'importe pas : « Le fait, dit M. Wahl, que des obligations sont émises par l'État en vue d'une entreprise déterminée ou par une administration de l'État, ne leur enlève donc pas le caractère d'effets publics. » C'est pourquoi, par exemple, certaines valeurs de chemins de fer russes et italiens ne sont pas des titres privés parce qu'ils proviennent d'emprunts faisant partie de la dette publique russe ou italienne.

Lorsque plusieurs États sont fédérés, les titres émis par chacun d'eux, aussi bien que ceux de l'Union sont des effets publics ; ainsi les États de Berne ou de Fribourg, en Suisse, les États de Bahia ou de Sao-Paulo, au Brésil, bénéficient pour leurs émissions du régime de la loi de 1872. Au contraire les titres émis par de simples provinces n'ayant aucune part de souveraineté, sont des obligations ordinaires assimilables à celles des sociétés.

Ainsi, l'impôt du timbre sur les effets publics étrangers ne s'applique pas aux titres des provinces ni, à plus forte raison, à ceux des villes étrangères. Il

1. Wahl, *Traité du régime fiscal des sociétés et des valeurs mobilières*. Rousseau, 1908.

importait de le rappeler parce que le capital soumis à cet impôt, tel qu'il est donné par la statistique suivante, ne comprend pas des valeurs qui, en France, seraient assimilées à des effets publics.

Le droit de 2 o/o peut être éventuellement appliqué à des valeurs étrangères autres que des fonds d'États ; c'est lorsque, ne s'étant pas soumises à un régime d'abonnement avec le Trésor, elles apparaissent au moment, soit d'une négociation, soit d'une exposition en vente, soit d'une énonciation dans un acte. Il est calculé de même sur un minimum de 100 francs de valeur nominale, ce qui met le taux du droit à 8 o/o pour des titres comme ceux des sociétés de mines d'or, dont la valeur nominale est fréquemment de 25 francs.

Les causes d'exigibilité du droit de timbre au comptant ne s'étendent pas aux opérations d'achat ou de vente effectuées pour les nationaux à l'étranger. Les lois fiscales appartiennent au statut réel et n'ont pas d'efficacité hors du territoire. Mais la simple décharge ou le simple récipissé qui interviennent en France entre le client et son intermédiaire, même à l'occasion d'une négociation faite à l'étranger, donnent lieu à l'ouverture de l'impôt.

Hors l'application exceptionnelle de la taxe de 2 o/o, l'impôt du timbre est acquitté pour les valeurs étrangères comme pour les valeurs françaises, par abonnement. La taxe est alors annuelle, payable

trimestriellement pendant toute la durée de la société et calculée au taux de 0,06 o/o du capital social ; elle est irrévocable, même s'il y a réduction de ce capital. Une seule atténuation peut être accordée en faveur des actions, même étrangères, lorsque ni dividendes, ni intérêts n'ont été distribués pendant plus de deux ans.

L'assimilation des valeurs étrangères aux valeurs françaises est aussi complète, au point de vue de la quotité des droits, s'il s'agit de l'impôt de transmission ou de la taxe sur le revenu. L'article premier de la loi du 30 mars 1870 sur l'impôt de transmission précise ainsi cette assimilation : « Les titres émis par les villes, provinces et corporations étrangères, quelle que soit leur dénomination, et par tout autre établissement public étranger, seront soumis à des droits équivalents à ceux qui sont établis par la présente loi. » Elle est renouvelée en termes identiques par l'article 4 de la loi du 29 juin 1872 relative à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières.

L'impôt de transmission est différent suivant que les valeurs sont au nominatif ou au porteur. Il est de 0,75 o/o pour les premières, calculé sur le cours de la négociation, déduction faite, s'il y a lieu, des versements non effectués ; il est de 0,25 o/o, pour les secondes, calculé sur le capital réel des titres, lequel est déterminé par la moyenne des cours moyens de l'année précédente.

Dans son ensemble, le régime fiscal des valeurs mobilières devait recevoir, dans son application, une différence essentielle, suivant que ces valeurs étaient françaises et étrangères. On ne pouvait, en effet, assujettir les États ou les sociétés étrangères à acquitter le paiement des droits sur la totalité de leurs titres car ceux-ci, ayant fréquemment un marché international, n'appartiennent que pour une fraction à chacun des pays où ils sont négociables.

Il y a donc une évaluation préalable du nombre de titres qui sont supposés exister en France et la « quotité imposable » est la fraction des titres abonnés qui doit supporter les taxes. Elle est déterminée par une commission officielle, dite « commission des valeurs mobilières », composée de fonctionnaires, du syndic de la Compagnie des agents de change et d'un banquier, sous la présidence du ministre des Finances. La décision de la commission est préparée à l'aide des renseignements recueillis par l'administration de l'Enregistrement. Quoique en général le Trésor ait peu à craindre d'une modération excessive des évaluations, la règle dite du minimum lui assure un minimum de perception. Le capital assujetti ne peut pas être inférieur au dixième du capital-actions et au deux dixièmes du capital-obligations. Une société qui ferait une émission en France et ne réussirait à y placer qu'une fraction très réduite de ses titres, serait néanmoins obligée d'acquitter les impôts

sur le dixième ou les deux dixièmes de leur capital, suivant leur nature.

La quotité imposable est fixée pour une période de trois années ; avant son expiration, une enquête est faite par l'administration et s'il y a lieu, l'évaluation précédente est modifiée.

La désignation par la société étrangère et l'agrément par le ministre des Finances d'un représentant français responsable du paiement des droits forment la condition essentielle du régime de l'abonnement, à moins qu'ils ne soit déposé, à la Caisse des dépôts et consignations, un cautionnement en numéraire. L'engagement du représentant responsable n'est pas lié à la durée de l'abonnement ; celui-ci est contracté pour toute la durée des titres, tandis que l'engagement peut être dénoncé à l'expiration de chaque période triennale. S'il est dénoncé et qu'un autre représentant ne soit pas désigné ou agréé, le Trésor peut saisir, pour le recouvrement de ce qui lui est dû, les biens que la société peut posséder en France. Les titres sont rayés de la cote, si celle-ci a été obtenue ; leur service financier étant même interdit en France, les porteurs français sont obligés de s'en faire payer à l'étranger l'intérêt ou le remboursement. Le seul impôt qui puisse désormais les atteindre est celui du timbre au comptant de 2 0/0, lorsqu'ils sont énoncés dans un acte ou écrit quelconque.

Les statistiques des impôts sur les valeurs mobilières indiquent chaque année les divers capitaux, tant des valeurs françaises que des valeurs étrangères, qui ont servi d'assiette à la perception des droits. Elles seraient cependant insuffisantes pour traduire à elles seules l'évolution de la fortune mobilière. Tantôt le capital assujetti est le capital nominal, tantôt le capital réel; tantôt le droit acquitté est annuel, tantôt unique. Il y a encore les exemptions légales dont bénéficient certaines valeurs; il y a enfin les nombreuses modifications de fait qui sont apportées à leur existence, à leur quantité, à leur circulation et que le fisc ignore.

En tenant compte des diverses causes qui obligeraient à réduire ou à majorer les chiffres de ces statistiques, il est cependant possible d'obtenir la preuve certaine et même la mesure approximative de la remarquable extension des valeurs étrangères en France, comparée à celle des valeurs nationales.

De 1900 à 1909, le droit du timbre a été assis sur les capitaux suivants :

VALEURS FRANÇAISES	1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909
Actions.....	9.597	9.892	9.870	9.723	9.788	10.135	10.779	11.557	11.719	12.224
Obligations.....	20.708	21.659	22.141	22.120	22.267	22.264	22.198	22.431	23.206	23.640
Lettres de gage du Crédit foncier.....	151	153	155	452	149	147	745	143	492	642
Total des valeurs fran- çaises.....	30.456	31.704	32.166	32.295	32.204	32.546	33.722	34.131	35.417	36.506
VALEURS ÉTRANGÈRES										
Actions.....	1.206	1.237	1.501	1.309	1.479	1.374	1.796	2.020	2.203	2.293
Obligations.....	2.442	2.538	2.652	2.684	2.892	2.897	3.114	3.306	3.531	4.559
Total des actions et obli- gations étrangères...	3.648	3.775	4.153	3.993	4.371	4.271	4.910	5.326	5.734	6.832
Titres des gouverne- ments étrangers.....	690	1.148	1.287	2.038	1.567	1.245	2.159	2.081	649	2.387
Total des valeurs étran- gères.....	4.338	4.923	5.440	6.031	5.938	5.516	7.069	7.407	6.384	9.219
Total des valeurs mobi- lières.....	34.794	36.627	37.606	38.326	38.142	38.062	40.791	41.538	41.801	45.725

A part les titres des gouvernements étrangers pour lesquels n'existe aucun régime d'abonnement, le paiement du timbre au comptant est au contraire, pour les autres valeurs étrangères, l'exception. Ainsi le total des valeurs abonnées a été en 1909 de 35.860 millions sur un total général de 36.507 millions ; celui des valeurs étrangères a été de 6.691 millions sur 6.832 millions. Le montant des valeurs non abonnées est donc relativement très réduit.

De 1900 à 1909, le capital total des valeurs françaises a augmenté de 6.050 millions dont, 2.627 millions pour les actions, 2.932 millions pour les obligations et 491 millions pour les lettres de gage du Crédit foncier. Celui des valeurs étrangères, autres que les fonds d'États, a augmenté de 3.184 millions et comprend : 1.087 millions pour les actions et 2.097 millions pour les obligations.

Les fonds d'État français ne figurant pas dans les capitaux des valeurs françaises, puisqu'ils sont exempts de tout impôt, les diverses progressions précédentes concernent bien des valeurs de même nature : tous titres autres que des effets publics.

Examinées en elles-mêmes, ces progressions ressortent plus fortes pour les valeurs françaises que pour les valeurs étrangères : 6.050 millions pour les premières contre 3.184 millions pour les secondes. Examinées par rapport aux évaluations générales du portefeuille, il apparaît, au contraire, que les

valeurs étrangères ont, relativement, plus progressé que les valeurs françaises.

En ne tenant pas compte des titres de fonds d'États nationaux ou étrangers, le capital des valeurs étrangères existant en France en 1908 était généralement estimé de 12 à 13 milliards, celui des valeurs françaises à 45 milliards environ. D'après l'impôt du timbre, le capital des valeurs étrangères aurait ainsi augmenté, en dix années, d'un quart ; celui des valeurs françaises, à peine d'un septième, soit presque deux fois moins.

L'impôt du timbre est le seul qui, au point de vue fiscal, permette d'apprécier l'extension des effets publics étrangers, puisque c'est le seul impôt qui les atteigne.

En 1900, le capital imposé est de 690 millions ; en 1909, il dépasse 2.380 millions. Il n'a pas régulièrement augmenté d'année en année. Tantôt la plus-value d'une année sur la précédente est due à des émissions exceptionnellement importantes comme celles du gouvernement ottoman, de plusieurs États de l'Amérique du Sud et surtout de la Russie, en 1909 ; tantôt, comme en 1906 et en 1907, elle est due soit à une conversion, comme celle de la rente italienne, soit à un timbrage des titres particulièrement intense qui eussent supporté autrement le tarif majoré par la loi de finances du 30 janvier 1907.

Dans l'ensemble, les effets publics ont bien plus

augmenté que les autres valeurs étrangères. Pour qu'une comparaison fût possible entre ces deux catégories de titres, il faudrait faire la somme de tous les capitaux de fonds d'États imposés depuis 1900. En effet, ces capitaux, étant imposés au comptant, n'apparaissent qu'une seule fois dans la statistique fiscale ; le capital assujetti est chaque année un capital nouveau ; celui de 1909 doit donc être ajouté à celui de 1908, ce dernier à celui de 1907 et ainsi de suite jusqu'à l'année 1900. La somme des capitaux imposés de 1900 à 1909 est de 15.251 millions. C'est par conséquent à ce chiffre qu'il faut comparer la plus-value de 3.184 millions, constatée pour les autres titres étrangers. Il ressort que, dans le développement du portefeuille étranger depuis 1900, les titres des provinces, des villes ou des sociétés auraient augmenté de cinq fois moins environ que les effets publics.

Ce n'est pas la création, en France, des bons ou obligations du Trésor, ni celle des titres des emprunts coloniaux qui pourraient être opposées à cet extraordinaire essor des effets publics étrangers. De 1900 à 1909, la plus forte émission d'emprunts coloniaux a eu lieu en 1907 et le capital sur lequel elle a porté n'a été que de 175 millions ; les bons ou obligations du Trésor ne sont pas à considérer puisqu'ils sont remboursables à court terme et ne constituent pas des valeurs de portefeuille. Il n'y a donc que la plus-

value de 6.050 millions, spéciale aux valeurs françaises, que l'on puisse opposer à celle des valeurs de sociétés étrangères et à celle des fonds d'États étrangers réunies. Le rapport de l'une à la réunion des deux autres est de 1 à 3; les valeurs étrangères, prises dans leur ensemble, auraient augmenté trois fois plus que les valeurs nationales.

D'après les statistiques du timbre et l'évaluation actuelle donnée à la fortune mobilière il résulterait que les 70 ou 71 milliards de valeurs françaises et les 32 à 35 milliards de valeurs étrangères, existant actuellement en France, comprendraient une augmentation depuis 1900 de 6 milliards pour les premières et de 18 milliards pour les secondes.

Ces chiffres, dans leur ensemble, se trouvent correspondre approximativement à ceux auxquels, dans une conclusion statistique, nous aboutirons. Cependant, dans leur détail, ils sont loin de traduire la réalité. Il y a donc une coïncidence qui prouverait une certaine compensation entre les causes d'erreur par insuffisance et les causes d'erreur par exagération dont sont viciées, au point de vue du développement de la fortune mobilière, les statistiques du timbre.

Qu'il soit payé au comptant ou par abonnement, le droit du timbre est assis sur la valeur nominale des titres. Si pour les titres français, la valeur au cours est, en général, supérieure à la valeur nomi-

nale, c'est l'inverse qui se présente pour les titres étrangers. En 1906 les titres inscrits à la cote officielle présentaient les différences suivantes entre leur valeur nominale et leur valeur réelle (1) :

Capital nominal des valeurs françaises	
inscrites	59.847 millions
Capital réel des valeurs françaises inscrites.	64.878 —
Capital nominal des valeurs étrangères	
inscrites.....	73.594 —
Capital réel des valeurs étrangères inscrites.	67.772 —

Relativement au capital, il y avait donc une plus-value de 5.031 millions pour les valeurs françaises et, au contraire, une moins-value de 5.822 millions pour les valeurs étrangères. L'une et l'autre sont à considérer : plus le nombre des valeurs étrangères augmente, plus le capital imposé tend à être supérieur au capital vénal; s'il s'agit de valeurs françaises, c'est le contraire. Il y aurait donc une progression plus forte qu'elle ne le paraît dans la statistique du timbre, pour celles-ci et, inversement, moins forte pour celles-là. Ce qu'il importe, en effet, de connaître ici, ce n'est pas le capital dont la société, État ou société, se reconnaît débiteur, mais celui que les nationaux sont tenus d'acquitter pour acquérir les nouvelles valeurs.

La moins-value des valeurs étrangères est due

1. *Bulletin international de statistique*. Rapport de M. Neymark.
t XVIII, p. 275.

principalement à ce qu'elles sont offertes au public, au moment de leur émission, pour un prix inférieur à leur prix nominal. Elle concerne aussi bien les effets publics que les titres de sociétés; elle prouve une majoration du capital imposé par rapport au capital absorbé.

Cette majoration est accrue pour les effets publics du fait que le capital imposé ne correspond pas toujours à de nouveaux emprunts. Il provient en partie de conversions, c'est-à-dire de simples changements dans le taux des intérêts servis, sans augmentation du capital de la dette; il y a alors simple substitution de titres à titres, les nouveaux rapportant un intérêt moindre que les anciens; ils donnent néanmoins lieu à l'ouverture de l'impôt quoique, cependant, il n'ait pas été fait appel à de nouveaux capitaux. Quelle proportion des effets publics annuellement imposés a donc son origine dans de simples conversions? Les statistiques du timbre ne donnent aucune indication à ce sujet. Cependant, en 1902, il y eut les conversions des rentes portugaises et des douanes ottomanes; en 1903, celles des rentes autrichiennes et suisses; en 1906, celle des rentes italiennes. L'emprunt russe 4,5 0/0, émis en 1909, servit en grande partie à remplacer les bons du Trésor émis en 1904 au taux de 5 0/0. Des emprunts bulgares, roumains furent émis aussi en représentation d'emprunts antérieurs. Les 15 milliards d'effets publics imposés depuis 1900

ne correspondent donc pas à un déplacement réel de capitaux de 15 milliards de la France à l'étranger.

L'Économiste européen (1) a publié le tableau suivant des conversions de valeurs représentées en France, effectuées depuis 1900 :

	Val. françaises	Val. étrangères	Total
	—	—	—
1900	»	90	90
1901	»	»	»
1902	6.843	2.053	8.896
1903	127	6.927	7.054
1904	45	88	133
1905	»	425	425
1906	400	8.254	8.654
1907	»	53	53
1908	»	»	»
1909	5	800	805

Il est impossible de savoir, quant aux effets publics étrangers, dans quelle proportion les chiffres des conversions ont intéressé les porteurs français. Ainsi la conversion de la rente italienne en 1906 figure pour un capital de 8.100 millions ; en fait, les porteurs français n'en possédaient plus à cette époque qu'environ 800 millions ; ce capital seul a donc pu être réimposé au timbre. Les 6.800 millions de

1. *Économiste européen*, 30 décembre 1910.

valeurs françaises converties en 1902, comprennent 6.700 millions qui se rapportent à la conversion de la rente française 3,5 o/o en 3 o/o. Ils n'apparaissent pas dans les capitaux imposés, puisque la rente française jouit d'une complète immunité fiscale.

Les statistiques du timbre ne donnent non plus aucune indication sur les titres qui, après avoir été timbrés au comptant, disparaissent des portefeuilles parce qu'ils sont remboursés. La plupart des États ont organisé pour leur dette publique un service d'amortissement. En admettant, avec M. Neymark, que cet amortissement se fasse sur la base moyenne de 1 o/o du montant de la dette, il y aurait eu de 1900 à 1909, 2 milliards et demi d'effets publics remboursés. (1)

Ce sont des causes d'erreur par exagération qui faussent le montant total des effets publics imposés. Le montant des autres valeurs étrangères est faussé, au contraire, par des causes d'erreur par insuffisance. Comme nous les retrouverons à l'occasion de l'impôt de transmission et de la taxe sur le revenu, nous en reportons l'exposé à la fin de ce chapitre.

L'impôt de mutation est assis sur la valeur réelle des titres et suit, par conséquent, d'année en année, les fluctuations générales de leurs cours. Il ne

1. *Journal de la Société de statistique de Paris*. Rapport de M. Neymark, année 1910, p. 219.

donnera donc pas des indications tout à fait conformes à celles du timbre sur le développement des deux éléments français et étranger du portefeuille.

Les capitaux assujettis depuis 1900 ont été les suivants :

VALEURS FRANÇAISES		1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1903	1909
Transfert de titres nominatifs	} Actions..... } Obligations..	302 131	226 156	223 213	205 180	199 129	273 118	317 152	287 129	254 126	263 48
Total.....		433	382	436	385	228	391	469	416	380	311
Mutations de titres au porteur	} Actions..... } Obligations..	8.225 10.660	8.854 10.644	8.237 11.003	7.790 11.202	7.674 11.264	7.950 11.257	9.003 11.634	9.642 11.971	10.118 12.137	10.219 12.377
Total.....		18.885	19.498	19.240	18.992	18.938	19.207	20.637	21.613	22.255	22.596
Total des valeurs fran- çaises.....		19.318	19.880	19.676	19.377	19.166	19.598	21.106	22.029	22.635	22.907
VALEURS ÉTRANGÈRES											
Actions.....	} Obligations.....	1.927 1.615	1.996 1.758	2.084 1.825	2.206 1.906	2.451 2.249	2.424 2.211	3.024 2.537	3.465 2.742	3.728 2.777	3.311 3.275
Total des valeurs étran- gères.....		3.542	3.754	3.909	4.112	4.700	4.635	5.561	6.207	6.505	6.586
Total des valeurs mobi- lières.		22.860	23.634	23.585	23.489	23.866	24.233	26.667	28.236	29.140	29.493

Entre les chiffres des deux années extrêmes, la différence est de 3.590 millions pour les valeurs françaises et de 3.040 millions pour les valeurs étrangères. En ce qui concerne les valeurs françaises, cette différence comprend 1.956 millions pour les actions et 1.634 millions pour les obligations. Dans l'augmentation des valeurs étrangères, celle des actions est de 1.384 millions, et celle des obligations de 1.660 millions.

Le plus-value de l'ensemble des valeurs étrangères apparaît ici à peu près identique à celle qui, à propos du timbre, avait été observée. Au contraire, celle des valeurs françaises paraît ici inférieure de 2 milliards environ à la plus-value de 6.050 millions, précédemment relevée. Ce désaccord peut ainsi s'expliquer :

Tandis que les valeurs françaises sont imposées différemment suivant qu'elles sont au nominatif ou au porteur, toutes les valeurs étrangères sont considérées comme valeurs au porteur et taxées comme telles. Or, celles-ci n'existent et ne circulent généralement en France que sous cette dernière forme. Le siège social étant à l'étranger, les difficultés et les frais de transfert seraient trop nombreux pour qu'il fût pratique d'acquérir des valeurs nominatives étrangères ou de les faire mettre sous cette forme. Aussi les consolidés anglais, par exemple, ne sont-ils cotés et négociables à la Bourse de Paris que sous la forme au porteur.

Au contraire, pour la plus grande partie, les valeurs françaises sont nominatives soit dans la proportion de 62 0/0 d'après l'enquête de l'enregistrement de 1905. Elles le sont tantôt obligatoirement comme les actions de la Banque de France et celles du Crédit foncier, tantôt facultativement comme toutes les actions et obligations des compagnies de chemins de fer.

De cette différence essentielle soit dans la manière d'être habituelle des valeurs françaises et étrangères, soit dans les modes d'application de l'impôt, il résulte que le capital imposé peut bien correspondre au capital existant, quant aux valeurs étrangères, mais qu'il n'y correspond que pour une faible partie, quant aux valeurs françaises. Le droit de 0 fr. 75 0/0 sur les transferts de titres nominatifs n'atteint en effet qu'une minime fraction de tous les titres de ce type, car ceux-ci, de leur nature, ont une mobilité très restreinte.

L'impôt de mutation a donc été étranger à la presque totalité des titres nominatifs créés depuis 1900. Ainsi peut s'expliquer comment la progression des valeurs françaises semble moins forte ici que lorsqu'il s'agissait de l'impôt du timbre.

Le capital soumis au droit de transfert tendrait à diminuer depuis quelques années. Ce serait peut-être un indice que le public préfère de plus en plus laisser au porteur les titres dont la mise au nomi-

natif est purement facultative ; mais, d'autre part, l'absence de tout droit de conversion du porteur au nominatif laisse ignorer la quantité de titres qui, acquis par les institutions de toute sorte, associations et sociétés, sont mis au nominatif et restent ainsi indéfiniment immobilisés dans leurs caisses.

En résumé, ni par l'impôt de mutation, ni par un droit de conversion, il n'est possible d'être renseigné sur une grande partie des valeurs françaises créées depuis 1900. Toute comparaison est dès lors impossible ici entre le développement des valeurs françaises et celui des valeurs étrangères. L'impôt de mutation n'a d'autre utilité, à ce point de vue, que de confirmer la progression des valeurs étrangères, autres que les titres de rente, telle qu'elle était déjà indiquée par le timbre.

Se limitant aux valeurs étrangères, la comparaison des statistiques du timbre et du droit de mutation suggère l'observation suivante : dans chacune des années de la période 1900-1909, le capital des actions soumis au droit de timbre est toujours inférieur à celui qui est soumis au droit de mutation ; au contraire, pour les obligations, c'est le capital imposé au timbre qui est le plus élevé. Par conséquent, le timbre étant assis sur la valeur nominale et le droit de mutation sur la valeur réelle, les actions étrangères dépassent généralement le pair tandis que les obligations lui restent inférieures. La

moins-value de près de 6 milliards observée pour l'ensemble des valeurs étrangères inscrites à la cote officielle, entre leur cours moyen sur le marché et leur capital nominal, est donc surtout imputable, tout au moins pour les valeurs de sociétés, aux obligations.

Les capitaux assujettis à la taxe sur le revenu sont plus difficilement comparables à ceux des deux autres statistiques fiscales ; en effet, les chiffres du tableau suivant représentent le total des revenus taxés et non pas le total des capitaux ayant produit des revenus.

STATISTIQUE DES CAPITAUX SOUMIS A LA TAXE SUR LE REVENU (Millions de francs)

VALEURS FRANÇAISES	1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909
Actions	823	839	769	770	821	859	936	1.108	1.038	1.038
Obligations	2	12	14	71	70	70	82	76	72	70
et	1	2	2	2	2	2	2	2	27	35
Départemen ^{ts}	12	14	16	18	20	22	24	27	2	3
Etab ^{lis} publiques	775	814	819	750	783	766	762	774	809	836
Sociétés	126	131	132	140	135	145	149	155	156	166
Divers	1.749	1.812	1.752	1.751	1.831	1.864	1.955	2.142	2.104	2.138
Tot. des val ^{rs} françaises..										
VALEURS ÉTRANGÈRES										
Actions	86	85	84	85	110	114	138	187	193	190
Obligations	78	78	81	85	98	94	115	118	126	157
Divers	26	31	22	28	20	28	30	34	30	31
Tot. des val ^{rs} étrangères.	190	194	187	198	228	237	285	339	350	379
Total général . . .	1.939	2.006	1.939	1.949	2.059	2.101	2.240	2.481	2.454	2.517

S'il est déjà fort délicat d'évaluer l'importance des capitaux d'après les revenus qu'ils produisent, parce qu'il est toujours difficile d'établir un taux de capitalisation moyen, la difficulté est encore accrue si les revenus examinés s'échelonnent sur une période de dix années. Le loyer des capitaux est essentiellement variable, même dans le cours d'une seule année : les variations continuelles des cours, malgré des revenus identiques, en sont la preuve. Il faudrait donc renouveler pour chacune des années considérées une évaluation déjà délicate à faire pour une seule d'entre elles, afin d'obtenir des capitaux plus justement comparables. Si, par exemple, le revenu moyen des valeurs mobilières est supérieur en 1909 à ce qu'il était en 1900 et s'il n'en est pas tenu compte dans les évaluations en capitaux, celle de 1900 sera insuffisante ; il lui sera appliqué, en effet, un taux de capitalisation trop élevé. Inversement, l'évaluation de 1909 sera excessive, s'il est appliqué aux revenus de cette année le taux de la capitalisation trop faible de 1900.

Il est donc préférable, pour ne pas augmenter les causes d'erreur que les statistiques fiscales contiennent déjà en elles-mêmes, de se limiter à la seule étude des revenus imposés.

De 1900 à 1909, la plus-value est de 386 millions pour les valeurs françaises, dont 215 millions pour les actions, 144 millions pour les obligations et le

surplus pour les valeurs diverses. Elle est de 188 millions pour les valeurs étrangères et elle comprend 104 millions pour les actions, 78 millions pour les obligations, 6 millions pour les autres valeurs.

L'augmentation des revenus imposés n'est pas une preuve suffisante de l'augmentation des titres, car elle peut être due à l'accroissement du revenu produit par des valeurs anciennes.

Il est impossible, quant aux actions, de distinguer les deux causes possibles de l'augmentation de leur revenu. Le fisc ne s'inquiète que de la matière imposable et ne révèle rien de son origine. Mais quant aux obligations, une seule de ces causes est possible: c'est l'augmentation même du nombre des titres, car, par définition, ceux-ci rapportent un intérêt fixe. Limitée aux obligations françaises et étrangères, la statistique de l'impôt sur le revenu pourrait donc donner un indice sur le développement comparé des unes et des autres. Néanmoins, il faudrait observer que les obligations étrangères rapportent un intérêt moyen généralement supérieur à celui des obligations françaises et que, par conséquent, à nombre de titres égal, la matière imposable s'accroît davantage pour celles-là que pour celles-ci.

Il est regrettable que les comptes définitifs des recettes budgétaires d'où les statistiques précédentes sont extraites, ne distinguent pas ici, pour les obligations étrangères, si elles émanent de sociétés, de

provinces ou de villes. Cette distinction, pourtant intéressante, n'est faite que pour les obligations françaises ; il en ressort que sur une plus-value de 143 millions, 61 millions seulement sont dus aux obligations de sociétés, tandis que 82 millions proviennent des titres d'emprunts des départements, des villes ou des établissements publics.

Les statistiques des trois impôts sur les valeurs mobilières, malgré la diversité de leurs chiffres, montrent que les valeurs étrangères, autres que les effets publics, ont contribué pour le tiers ou la moitié à la plus-value générale des capitaux imposés.

Outre les causes d'erreurs par insuffisance ou par majoration particulières aux unes ou aux autres de ces trois statistiques, il est des causes d'erreur plus générales qui leur sont à toutes trois communes ; mais elles concernent surtout les valeurs étrangères.

Les impôts sur les valeurs mobilières atteignent, sauf quelques rares exceptions légales, toutes les valeurs françaises. Une société, une ville, un établissement public doivent les acquitter sur la totalité des titres émis. Le droit de communication de l'enregistrement s'étend à tous livres ou registres qui lui permettent de contrôler la sincérité de la déclaration que toute société doit lui faire dans le mois de sa constitution définitive. Il n'y a donc pas de fraude possible. L'enregistrement ne se préoccupe même pas de savoir si une certaine fraction des titres n'est

pas possédée par des étrangers et ne doit pas être comprise, par conséquent, dans le portefeuille national. Cette fraction est d'un dixième du capital des titres de rente, proportion qui peut être celle de tous les autres titres français.

Si, pour les valeurs françaises, le capital imposé correspond à peu près au capital possédé, il en est très différemment pour les valeurs étrangères.

Le régime de l'abonnement est le régime normal des valeurs de provinces, de villes ou de sociétés étrangères. Il y a cependant un certain nombre de titres qui sont timbrés au comptant et qui, accumulés, représentent un certain capital. Le capital des valeurs timbrées au comptant serait actuellement de 1.500 millions (1); chaque année il est augmenté du nombre de titres non abonnés que le fisc réussit à atteindre.

La progression des valeurs de sociétés étrangères, telle qu'elle ressort de l'application générale du régime de l'abonnement, apparaît donc, pour cette première raison, insuffisante.

L'évaluation même de la quotité imposable ne doit être admise, au point de vue économique, que réserve faite sur l'exactitude des éléments d'information qui servent à l'établir. En fait, l'administration se documente surtout auprès du représentant respon-

1. *Richesse de la France (Fortunes et revenus privés)*, par Alex. de Lavergne et Paul Henry, p. 253.

sable. Elle lui demande quel a été le nombre des titres placés, celui des coupons payés, le nombre des titres nominatifs appartenant à des personnes domiciliées en France et ayant pris part à la dernière assemblée, le nombre des titres au porteur déposés en vue de cette assemblée, en France ou à l'étranger, etc... Il résulte de cette variété d'informations que la quotité imposable n'est souvent fixée qu'un an et plus après la remise de l'engagement par la société d'acquitter les impôts. Mais l'objet même de cet engagement, le capital même qui servira de base à la perception de ces impôts, sont établis, non pas contradictoirement entre le fisc et l'établissement émetteur, mais par le fisc seul. Or, il est d'abord certain qu'une évaluation ainsi faite sera généralement élevée, car l'intérêt du Trésor est d'établir une base de perception aussi large que possible. La règle du minimum, précédemment indiquée, lui permet d'ailleurs d'exiger le paiement des taxes, même lorsqu'il est avéré que l'émission n'a eu aucun succès, que les titres n'ont pu être placés.

Ensuite la prise en considération du nombre des coupons payés peut amener aussi une évaluation excessive. Les coupons des valeurs étrangères internationales servent, en partie, au règlement des dettes et des créances qui interviennent entre les divers pays. Or, la France est généralement créditrice de l'étranger; elle reçoit donc, à ce titre, en paiement

des sommes qui lui sont dues, des coupons encaissables à Paris provenant de titres possédés à l'étranger. L'enregistrement ne peut pas distinguer les deux origines possibles des coupons payés en France ; il est donc possible qu'il aboutisse, de ce fait, à des évaluations trop élevées.

Les divers motifs de croire que l'évaluation de la quotité imposable est un maximum, sont particuliers aux seules valeurs étrangères pour lesquelles un abonnement avec le Trésor a été contracté. Si, en fait, le portefeuille des valeurs abonnées est moins important que ne l'estime le Trésor, le portefeuille des valeurs de sociétés étrangères, dans leur ensemble, lui est, par contre, certainement supérieur. Le fisc peut bien, accidentellement, saisir par le timbre au comptant les valeurs qui ne sont pas abonnées ; celles-ci néanmoins, existent et circulent en France, à son insu, pour des capitaux considérables.

Sur un capital de 12 milliards et demi représentant les valeurs étrangères, autres que les fonds d'Etats, existant en France en 1908, M. Edmond Théry évaluait que 7 à 8 milliards avaient leurs revenus payables en France (1) ; ce capital, d'une façon ou d'une autre, était en règle avec le fisc. Il y aurait donc, en plus des 1500 millions de valeurs timbrées au comptant, de 4 à 5 milliards d'autres valeurs

1. *Journal de la Société de statistique de Paris*, année 1910, p. 253.

étrangères n'ayant jamais figuré dans les statistiques fiscales.

Les valeurs non abonnées sont d'abord celles qui ne sont ni cotées, ni négociées en France, et dont l'achat ne peut être fait, pour le compte des nationaux, que par les banquiers du pays où elles sont négociables. Ensuite, elles comprennent un grand nombre de valeurs de coulisse, car la cotation sur le marché en banque ne suppose pas un abonnement préalable comme la cotation sur le marché officiel.

Quel a été le développement en France des valeurs étrangères non abonnées depuis 1900 ? L'insuffisance des statistiques fiscales, à cet égard, est incontestable ; or, il importe peu, au point de vue économique, que les valeurs soient taxées ou non ; les unes et les autres participent de la même manière à la circulation internationale des capitaux.

En résumé, les titres de fonds d'États figurent dans le statistique du timbre pour des capitaux trop considérables, eu égard à ce que les capitalistes français ont réellement acquis. Quelles que soient les majorations qui, au même point de vue, concernent les autres valeurs étrangères, l'insuffisance de la quotité imposable est telle que leur développement depuis 1900 n'apparaît ici qu'en partie.

CHAPITRE III

DÉVELOPPEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES D'APRÈS LES ÉMISSIONS

Le placement des valeurs mobilières dans le portefeuille national peut se faire de diverses manières ; les principaux procédés par lesquels les nouveaux titres sont offerts aux capitalistes sont l'émission publique et l'introduction. Dans l'émission publique, l'établissement emprunteur ou l'État s'adresse à l'ensemble des capitalistes soit directement, soit par l'intermédiaire d'un syndicat d'émission ou d'un établissement de crédit. Le public est invité, par les procédés d'informations habituels, à offrir ses capitaux disponibles, lesquels sont recueillis aux guichets qui leur sont offerts soit par l'emprunteur lui-même, soit par le syndicat, soit par la banque émettrice. Les titres ne sont pas nécessairement tous offerts à la fois ; ainsi lorsque les compagnies de chemins de fer français émettent des obligations, elles les vendent à leurs propres guichets ou par inter-

médiaire d'agents de change, mais au fur et à mesure des demandes, pendant une période de souscription qui n'est pas limitée.

Le procédé de l'introduction suppose que les fondateurs de sociétés ou les syndicats d'émission ont obtenu l'inscription à une cote des titres à placer. Leur but est alors de créer sur ces titres un marché, de les faire connaître ainsi aux capitalistes et de les décider finalement à les placer dans leurs portefeuilles.

D'après quels documents peut être établie la statistique des émissions et introductions ?

La loi de finances du 30 janvier 1907 a prescrit la publication d'un bulletin annexe au *Journal officiel*, où toute nouvelle société française ou étrangère émettrice de valeurs en France doit faire insérer une notice. D'après l'article 3 de cette loi, les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introduceurs d'actions, devront faire connaître, entre autres indications et préalablement à toute mesure de publicité : la dénomination de la société, la législation française ou étrangère sous le régime de laquelle elle fonctionne, l'objet de l'entreprise, le montant du capital social avec le taux de chaque catégorie d'actions et le capital non libéré. S'il s'agit d'une émission d'obligations, ils doivent indiquer le nombre ainsi que la valeur des titres à émettre,

l'intérêt à payer pour chacun d'eux, l'époque où les conditions du remboursement.

Ces diverses indications devraient permettre d'établir un tableau très complet montrant selon leur nationalité et leur nature, dans quelle proportion les titres émis ont été français ou étrangers, des effets publics, des actions ou des obligations.

En fait, les notices du Bulletin annexe ne sont pas pour la statistique, non plus d'ailleurs que pour l'épargne, d'une exactitude et d'une sincérité suffisantes. Il a été fréquemment remarqué que les errata contenus au bulletin sont si nombreux qu'il est impossible de se fier au contenu des insertions. Les rectifications sont souvent faites plusieurs mois après la publication du premier texte et en modifient entièrement le contenu. A l'inexactitude des notices s'ajoute la difficulté de savoir si les sociétés en formation qui les ont fait publier, ont continué d'exister et si, par conséquent, les valeurs énoncées ont bien été émises.

L'inscription à la cote officielle des agents de change de toute nouvelle valeur est toujours précédée d'un « avis » qui fait connaître sa nationalité et sa nature, le nombre et la valeur nominale des titres. Les valeurs admises à la cote officielle sont donc l'objet d'une publicité qui permet d'en établir une statistique authentique et complète.

Les inscriptions à la cote du marché en banque

donnent également lieu, en principe, à la publication d'avis analogues à ceux de la Chambre syndicale des agents de change. Cependant bien des valeurs s'y trouvent inscrites, sans qu'il y ait eu un avis préalable. La statistique des émissions de valeurs en banque n'est donc ni très certaine, ni très complète.

Les demandes d'abonnement au timbre constituent un autre point de repère, quoiqu'elles ne concernent qu'une partie des valeurs admises.

C'est de l'ensemble de ces divers éléments, se rectifiant ou se complétant les uns les autres, que peut être tirée une statistique des valeurs émises et introduites. Voici comment, d'après *l'Économiste européen*, elle se présente.

TABLEAU DES ÉMISSIONS PUBLIQUES EFFECTUÉES EN FRANCE (millions de francs)

EMPRUNTS D'ÉTATS DE VILLES OU DE PROVINCES				OBLIGATIONS DIVERSES			ACTIONS OU PARTS DE FONDATEURS			TOTALS		TOTAL GÉNÉRAL
	FRANÇAIS	ÉTRANGERS	TOTAL	FRANÇAISES	ÉTRANGÈRES	TOTAL	FRANÇAISES	ÉTRANGÈRES	TOTAL	FRANÇAIS	ÉTRANGERS	
1900.....		313	313	721	274	995	547	751	1.298	1.268	1.339	2.607
1901.....	271	1.565	1.836	139	112	251	229	372	601	641	2.051	2.692
1902.....	156	778	934	69	117	186	61	533	594	287	1.429	1.716
1903.....	92	1.625	1.717	514	402	916	170	328	498	777	2.356	3.133
1904.....	66	1.696	1.762	80	121	201	294	1.067	1.361	440	2.885	3.325
1905.....	228	1.076	1.304	130	544	674	527	1.379	1.906	885	3.000	3.885
1906.....	21	2.375	2.396	401	660	1.061	447	1.169	1.616	870	4.206	5.076
1907.....	59	980	1.039	430	393	823	478	504	982	968	1.878	2.846
1908.....	97	1.040	1.137	248	1.012	1.260	386	697	1.083	731	2.749	3.480
1909.....	155	808	963	737	596	1.333	893	1.102	1.995	1.786	2.508	4.294

La proportion o/o des émissions françaises et étrangères s'établit ainsi pour chacune des années considérées :

	Émis. de val. franç.	Émis. de val. étrang.	Total
	—	—	—
1900	48 o/o	52 o/o	100
1901	23	77	100
1902	16	84	100
1903	24	76	100
1904	13	87	100
1905	22	78	100
1906	16	84	100
1907	34	66	100
1908	21	79	100
1909	31	69	100

La proportion moyenne annuelle, pendant cette période décennale, a été de 24,8 o/o pour les valeurs françaises et de 75,2 o/o pour les valeurs étrangères.

Les chiffres précédents ne concernent que les émissions faites sur le seul marché de Paris ; les émissions ou introductions faites aux bourses départementales n'y sont donc pas comprises. Il n'a pas été tenu compte non plus des nouvelles obligations des chemins de fer français, car elles compensent dans une forte mesure l'amortissement des anciennes. Enfin, autant qu'il a été possible, la déduction des conversions a été opérée.

De 1900 à 1909, il a été émis en France pour 32.970 millions de valeurs mobilières se décomposant ainsi : 8.658 millions pour les valeurs françaises et 24.312 millions pour les valeurs étrangères.

Le total des effets publics français émis est de 1.149 millions ; celui des effets publics étrangers de 12.258 millions. Pour les actions ou parts de fondateurs, la proportion est de 4.135 millions, valeurs françaises, à 8.447 millions, valeurs étrangères. Enfin, pour les obligations diverses, cette proportion se réduit à 3.472 millions, obligations françaises, contre 4.236 millions, obligations étrangères.

De même que ceux des statistiques fiscales, les chiffres précédents doivent être considérés tantôt comme un minimum, tantôt comme un maximum, mais surtout comme un maximum.

Le portefeuille national peut s'enrichir de nouvelles valeurs mobilières sans qu'il y ait eu ni émission publique, ni inscription à aucune cote. Il arrive fréquemment que des entreprises individuelles ou en nom collectif se transforment en sociétés anonymes ; leurs titres restent la propriété des fondateurs ou d'un cercle fermé de souscripteurs ; nulle trace n'en apparaît sur le marché. Les actions de certains grands magasins, comme celles du Louvre et du Bon Marché, ne sont inscrites sur aucune cote et bien des valeurs existent de même dans les portefeuilles sans qu'elles aient été jamais acquises à une Bourse quel-

conquë. Il y a, en quelque sorte, un placement direct des titres dans le portefeuille des souscripteurs, sans publicité et sans négociation préalables. Il est cependant possible d'avoir connaissance de leur existence par les impôts, car ceux-ci atteignent toutes les valeurs françaises, de quelque manière qu'elles aient été placées.

Les ventes directes de titres étrangers ne peuvent être connues, au contraire, que par des faits exceptionnels. Ainsi la crise industrielle russe de 1900 a révélé que de nombreuses valeurs avaient été créées en Belgique pour la constitution de sociétés russes de toute nature, métallurgiques, carbonifères, etc. Le capital qu'elles représentaient pouvait être d'environ 800 millions ; une centaine en avait été directement vendue à des capitalistes français, particulièrement à des industriels du Nord, par des intermédiaires belges. Ces ventes directes sont parfaitement légales ; aucune mesure législative ou réglementaire ne pourrait d'ailleurs les empêcher.

Aux titres étrangers ainsi acquis sans émission ni introduction préalables, il faudrait ajouter ceux qui proviennent de négociations effectuées sur des marchés étrangers, soit parce que les titres n'existent pas sur le marché national, soit parce que des différences de cours font que leur acquisition y serait plus coûteuse, soit enfin parce que certains capitalistes, dans la crainte de nouvelles charges fiscales,

préfèrent constituer hors du territoire une partie de leur fortune. Il est impossible de chiffrer le nombre des valeurs qui, de ces diverses manières, augmente le portefeuille national sans qu'aucun fait extérieur ne le révèle.

Par contre, voici les raisons pour lesquelles le capital annuellement absorbé par les valeurs mobilières est, en définitive, inférieur à ce qu'il paraîtrait être d'après le capital des émissions.

Le public ne répond pas toujours à l'appel qui est fait à son crédit. Certaines émissions annoncées peuvent ne pas réussir ou ne réussir qu'en partie. Ainsi dans le chiffre de 1903 figure un emprunt transwalien 3 o/o de 625 millions de francs dont les titres devaient être négociés sur le marché libre ; cet emprunt n'eut pas le succès qui en était espéré. Si une émission n'est pas faite en temps opportun, si les avantages ou garanties annoncés ne séduisent pas suffisamment le public, les titres restent dans la possession des établissements émetteurs ou des syndicats d'émission, et leur placement dans le portefeuille des particuliers est impossible. L'abondance habituelle en France des capitaux disponibles fait que la plus grande partie des valeurs émises est généralement absorbée. En Allemagne, et même en Angleterre, il en est souvent autrement. Ainsi les emprunts émis par les États allemands sont d'un placement souvent laborieux ; un emprunt wurtem-

bergeois, par exemple, émis en 1909 pour un capital de 26 millions de marks, à 4 o/o, ne fut pas couvert ; de même les titres des derniers emprunts de la Prusse et de l'Empire ont dû être, en partie, conservés par les syndicats d'émission ou rachetés par eux pour empêcher une excessive dépréciation de leurs cours. En Angleterre, il a été évalué en 1910 que parfois 90 o/o des titres offerts étaient restés entre les mains des émetteurs. Il est vrai que l'excédent des émissions faites cette année sur 1909 avait été considérable.

Le capital des valeurs émises ou introduites est leur capital nominal. Or, celui-ci, comme il a été dit à propos de l'impôt du timbre, est généralement supérieur à leur capital réel. Exceptionnellement cependant, le taux d'émission des actions dépasse parfois le pair : c'est lorsqu'elles sont émises en augmentation du capital d'une société et que le cours des actions primitives est déjà supérieur à leur valeur nominale. Les souscripteurs des nouvelles actions consentent alors à les payer plus cher que leur valeur nominale ne le comporterait afin de participer à la prospérité de l'entreprise. Mais, inversement, les actions émises ne sont souvent que partiellement libérées, car les sociétés en formation n'ont généralement pas besoin, dès l'origine, de tous les capitaux représentés par les titres qu'elles émettent. En ne distinguant pas les actions libérées de

celles qui ne le sont pas, le capital des émissions, est donc supérieur, dans l'ensemble, au capital versé. Ainsi une émission de 200.000 actions de la Société générale a été faite en 1909 et figure ici pour une somme de 100 millions ; elle n'y devrait figurer que pour 50 millions, car ces actions n'étaient libérées que de moitié.

Les effets publics et les obligations, tous titres à revenu fixe, sont toujours émis au-dessous du pair, afin que le public soit attiré par une prime au remboursement. La différence entre la valeur au pair et le prix d'émission est généralement de 10 à 15 0/0 ; elle varie suivant le taux de l'intérêt servi ; plus celui-ci est élevé, moins la prime est forte, inversement plus il est modéré, plus la prime augmente. C'est généralement pour les titres étrangers que la prime est la plus forte.

Même s'ils ont acquis toutes les valeurs émises en France, les nationaux n'ont donc pas, ni pour les valeurs françaises, ni surtout pour les valeurs étrangères, acquitté un capital aussi considérable que celui qui est indiqué par les tableaux des émissions.

Les sociétés françaises n'ont pas à aller chercher au dehors les capitaux nécessaires à leur constitution ou à leur développement ; toutes leurs valeurs sont émises en France et si, postérieurement à leur émission, il en est une fraction qui se place dans des

portefeuilles étrangers, elle est généralement très faible.

Il en est différemment des valeurs étrangères car, fréquemment, elles sont émises sur le marché français en même temps que sur les marchés d'autres pays. Lorsque l'émission est faite pour un grand État et qu'elle porte sur des capitaux considérables, des avis préalables font connaître comment elle sera répartie entre les divers grands marchés internationaux. Ainsi l'emprunt japonais 5 o/o 1907, d'un capital de 23 millions de livres sterling fut émis à raison de 12 millions pour le marché de Londres et de 11 millions pour celui de Paris ; il en fut de même de l'emprunt russe 4, 5 o/o 1909, qui s'élevait à 1400 millions de francs ; 1220 millions en étaient réservés au marché français.

Mais les emprunts des États secondaires et tous ceux qui émanent de sociétés privées ne sont pas l'objet d'une telle répartition préalable. Les titres sont offerts sur plusieurs places à la fois pour leur totalité et il est difficile de savoir ce que chacune d'elles a effectivement absorbé. En 1908, il y eut par exemple les émissions faites par la Compagnie du Nord-Donetz et celles du Banco Español du Rio de la Plata ; en 1909 celles du Congo supérieur aux Grands Lacs, elles figurent ici pour tout leur capital, quoiqu'elles n'aient été absorbées en France que partiellement.

Pour apprécier dans quelle mesure, d'après les

chiffres des émissions, les valeurs françaises et étrangères ont réellement augmenté le portefeuille national depuis 1900, toute base certaine ou suffisante fait défaut. La quotité imposable ne concerne que les valeurs abonnées ; elle serait donc un correctif insuffisant.

Tantôt l'exagération de ces chiffres est commune aux valeurs françaises et étrangères, tantôt elle est plus forte pour les unes que pour les autres, tantôt enfin elle est particulière à chacune d'elles.

Dans l'ensemble, elle est plus forte pour les valeurs étrangères, sauf cependant pour les titres de fonds d'États, car ils apparaissent ici, déduction faite des conversions et de la fraction des émissions, réservés aux marchés étrangers.

CHAPITRE IV

COMPARAISON ENTRE LES STATISTIQUES PRÉCÉDENTES ET CONCLUSION

Rapprochées les unes des autres, les progressions constatées par chacune des trois statistiques des successions, des impôts et des émissions paraissent très différentes ; il est difficile, en effet, que leurs chiffres puissent concorder, puisque chacune d'elles a ses causes d'erreurs particulières et repose sur une base différente.

Cette absence d'analogie est surtout remarquable entre le montant des valeurs imposées ou émises d'une part, et celui des valeurs énoncées dans les successions, d'autre part.

Les successions déclarées de 1898 à 1908 comprennent, en effet, des valeurs acquises pendant une période indéterminée dont le début est bien antérieur à ces deux dates. La durée moyenne de possession d'un patrimoine, autrement dit l'intervalle moyen qui sépare les deux transmissions d'un même patri-

moine, est généralement évaluée de trente à trente-trois ans. L'acquisition par les *de cujus* des valeurs énoncées par leurs héritiers peut donc remonter à une trentaine d'années de chacune des deux dates extrêmes de la période 1898-1908.

Au contraire, les plus-values constatées par les impôts et les émissions ne concernent que les valeurs de création ou d'acquisition postérieure à 1899.

Toute concordance est dès lors impossible. Il est cependant utile de retenir les indications données par les annuités successorales mobilières, car elles indiquent l'orientation générale du capital vers les diverses sortes de valeurs.

Nous rappelons donc qu'elles font ressortir une plus-value des valeurs étrangères de trois à quatre fois plus forte que celle des valeurs françaises, les rentes françaises mises à part, et que les seuls titres de fonds d'États étrangers y figurent pour les trois cinquièmes environ. Les actions étrangères y apparaissent avoir augmenté sept fois plus et les obligations trois fois moins que les valeurs françaises correspondantes.

D'après le total des titres d'emprunts d'États imposés au timbre depuis 1900, total en partie rectifié par celui des émissions, tel que le donne *l'Économiste européen*, le capital national aurait absorbé de 1900 à 1909 de 10 à 12 milliards d'effets publics étrangers.

Il n'y a pas de concordance, pour les autres valeurs étrangères, entre le capital imposé et le capital émis. D'une part, elles ne forment qu'un tiers de la progression d'ensemble des capitaux soumis aux divers droits ; d'autre part, elles constituent les deux tiers de la progression correspondante des capitaux émis. Il est difficile de dire ce qui importe le plus, ou de surélever le capital imposé à cause de l'insuffisance de la quotité imposable, ou de réduire le capital émis à cause de son exagération par rapport au capital absorbé. En admettant arbitrairement, faute de preuves, que ce soit là deux opérations également nécessaires, il y aurait eu de 6 à 8 milliards d'actions et d'obligations étrangères acquises par les nationaux depuis 1900.

En observant préalablement que ces évaluations ne peuvent être que très approximatives, le portefeuille des valeurs étrangères a pu s'accroître de 17 à 20 milliards durant la période décennale la plus récente, selon une progression moyenne annuelle de 1700 millions à 2 milliards, dont 1 milliard à 1200 millions pour les seuls fonds d'États.

Le portefeuille des valeurs françaises n'aurait augmenté dans le même temps que de 7 milliards, soit de 700 millions par an.

A l'une des séances de la Société d'économie politique nationale, M. Edmond Théry estimait que de

1890 à 1899 (1) l'augmentation du portefeuille étranger aurait été de 7 milliards, soit de 709 millions par an. Même en faisant une large part aux erreurs inévitables dans toutes évaluations de ce genre, il est incontestable que depuis une dizaine d'années le développement de ce portefeuille a pris un essor considérable.

D'après M. Neymark, 75 à 80 0/0 des valeurs possédées en France sont à revenu fixe, 25 à 20 0/0 à revenu variable. Le principal facteur du développement des valeurs étrangères est en effet constitué par les titres de fonds d'États, valeurs à revenu fixe. Le succès des émissions de ces titres répond aux habitudes de prudence et d'épargne du public français ; c'est un des traits du tempérament national que, pour les opérations de placement, la sécurité avec un faible rendement soit généralement préférée à la possibilité de bénéfices plus élevés, mais incertains. Entre les obligations et les actions étrangères, c'est cependant vers celles-ci que la préférence des capitalistes semble s'orienter, quoiqu'elles soient des valeurs à revenu variable. C'est ce qui ressort des chiffres successoraux, c'est ce qui ressort aussi, pour une période plus déterminée, des chiffres émis. De l'ensemble des actions et des obligations étrangères,

1. *Bulletin de la Société d'économie politique nationale*, 1900, p. 69.

celles-ci ne figurent approximativement dans l'un ou l'autre cas que pour un tiers ou un peu plus.

Il en serait cependant autrement d'après les valeurs imposées. Cette contradiction tient probablement à ce que la totalité des valeurs non imposées est surtout composée d'actions. Il est probable, en effet, que les valeurs qui évitent le paiement des droits soient surtout des actions, car elles peuvent plus facilement être introduites dans les portefeuilles, à l'insu du fisc, que les obligations. Ces dernières sont généralement absorbées par la masse du public et rarement par un simple groupe de capitalistes. Leur placement nécessite donc le plus souvent une certaine publicité, le concours d'établissements financiers et, dès lors, l'acquittement des impôts devient difficilement évitable.

Ce n'est pas d'ailleurs à propos des seules valeurs étrangères que la préférence de plus en plus grande du capitaliste français pour les actions semble se manifester. Ainsi, le capital effectif des valeurs françaises inscrites à la cote officielle, autres que les fonds d'États et des colonies, a été le suivant à chacune de ces deux dates :

	1892	1908
Obligations.....	22.195 millions	26.092 millions
Actions et parts de fondateurs.....	11.009 —	16.731 —

L'augmentation a été de 3.897 millions pour les

obligations, soit 17,55 o/o et de 5.722 millions pour les actions, soit 51,98 o/o.

Mais le développement des actions étrangères apparaît encore plus considérable. Voici, aux mêmes dates que précédemment, le capital effectif des valeurs étrangères, autres que les fonds d'États, négociées soit au parquet, soit en coulisse :

	1892	1908
Obligations.....	3.916 millions	6.422 millions
Actions et parts de fondateurs.....	2.421 —	6.991 —

L'augmentation des obligations a été de 2.506 millions, soit 63,94 o/o ; celle des actions, de 4 570 millions, soit 188,79 o/o.

Que le pourcentage soit plus élevé pour les actions étrangères que pour les actions françaises, cela peut tenir à ce fait que tout placement en valeurs étrangères suppose la recherche d'un intérêt rémunérateur ; or, les actions sont, de tous les titres, les plus aptes à répondre à ce but.

Il n'en demeure pas moins une certaine contradiction entre la préférence certaine du public pour les titres de fonds d'États, titres à revenu fixe, et celle qu'il tend à montrer pour les actions, titres à revenu variable. Il n'est pas impossible que ce soit l'abondance même des fonds publics dans les portefeuilles qui, donnant à ceux-ci la sécurité désirée, permette

d'employer le surplus des disponibilités en actions, plutôt qu'en obligations.

Sur le marché français des valeurs mobilières, la place occupée par les valeurs étrangères devient prédominante. M. Neymark, dont l'autorité en matière de valeurs mobilières est telle qu'il faut toujours l'invoquer, a donné le tableau suivant des valeurs négociables en France :

Bourse de Paris	{	Marché officiel	133 milliards
	{	Marché en banque	20 —
Bourses départementales			5 —
Total			158

La plus grande partie des valeurs est donc négociable au marché officiel de la Bourse de Paris. Or, voici, au 31 décembre 1908, la composition du total des valeurs inscrites à la cote officielle :

	Capital nominal	Capital au cours
Valeurs françaises	60.382 millions	66.738 millions
Valeurs étrangères	74.312 —	67.645 —
Total	134.695 millions	133.383 millions

Les valeurs étrangères formaient ainsi 49,25 0/0 de l'ensemble des valeurs négociables, et les valeurs étrangères 59,75 0/0, soit un peu plus de la moitié. L'ensemble des valeurs françaises étant représenté par 100, les rentes sur l'État y figurent à raison de 37,70 0/0 et les valeurs des six grandes compagnies

de chemins de fer, de 28,60 o/o. En tablant de même sur un chiffre de 100 pour les valeurs étrangères, les fonds d'États y sont représentés pour 83,71 o/o dont 16,36 o/o pour les seuls fonds d'États russes, les titres de chemins de fer pour 8,94 o/o.

La fortune mobilière française, c'est-à-dire l'ensemble des valeurs appartenant en propre aux nationaux par opposition aux valeurs simplement négociables, s'élevait en 1909 de 105 à 110 milliards de francs dont 35 à 40 milliards en valeurs étrangères.

La composition actuelle du portefeuille étranger, d'après M. Edmond Théry, s'établirait ainsi : le capital des fonds d'États existant en France en 1888 était de 10 milliards environ. Le capital émis depuis cette époque jusqu'en 1908 s'élève à 24,6 milliards. Cela ferait donc un total de 34,5 milliards, mais il faut en déduire 8 à 9 milliards à cause des amortissements ou des réductions de capital. Le capital des fonds d'États possédés en France actuellement serait ainsi de 25 à 26 milliards, y compris les obligations directement garanties par les États, comme celles des chemins de fer russes.

Les valeurs étrangères autres que les fonds d'États constitueraient un nouveau capital de 12,5 milliards. La valeur totale du portefeuille étranger serait donc, d'après cet économiste, de 38 milliards sur une fortune mobilière totale de 110 milliards ; elle en représenterait donc un peu plus du tiers.

Au point de vue de leur revenu, les valeurs étrangères doivent former une fraction légèrement plus importante du revenu mobilier car, à égalité de capitaux, elles rapportent un intérêt moyen supérieur à celui des valeurs nationales.

En 1888, M. Neymark estimait le revenu global des valeurs mobilières de 3, 9 à 4 milliards, dont 1 milliard rapporté par les valeurs étrangères. Il serait actuellement de 4.500 millions, ayant donc augmenté en une vingtaine d'années de 500 à 600 millions. Le revenu des valeurs françaises, toutes imposées, sauf la rente, à la taxe de 4 o/o, est aisé à connaître ; celui des valeurs étrangères peut donner lieu, au contraire, à des évaluations très diverses. Cependant, en calculant le revenu des 25 milliards de fonds d'États sur un taux moyen de 4.25 o/o, celui des 4 ou 5 milliards de valeurs non abonnées sur un taux minimum de 5 o/o, en y ajoutant enfin celui des valeurs abonnées, il semble possible de conclure que le revenu total des valeurs étrangères doit être de près de 1.700 millions, ce qui formerait un peu moins des deux cinquièmes du revenu mobilier total.

Dans les évaluations générales de la fortune nationale et de son revenu, le capital et le revenu des valeurs mobilières sont fréquemment représentés par des chiffres moins élevés que ceux obtenus par

les statisticiens mêmes des valeurs mobilières. D'après M. de Foville, la fortune nationale s'élevait en 1906 de 215 à 220 milliards et se décomposait ainsi : 70 milliards pour les fonds de terre, 60 milliards pour la propriété bâtie, 90 milliards pour les valeurs mobilières et le numéraire. Le souci d'éviter les doubles emplois oblige parfois à ne pas tenir compte d'un certain nombre de titres représentatifs de richesses figurant déjà dans une autre classe de biens ; mais les valeurs étrangères, par définition, représentent des richesses situées pour la plus grande partie hors du territoire ; le danger des doubles emplois disparaît alors presque entièrement. Il en résulte que les 35 à 40 milliards de valeurs étrangères possédées en France représentent au moins un sixième de la fortune nationale en capitaux.

Le revenu national est d'une évaluation particulièrement difficile et les chiffres qui lui sont attribués sont extrêmement variables. D'après le rapporteur du projet de l'impôt sur le revenu, M. R. Renoult, il serait de 22 milliards, dont : 2,8 milliards pour la propriété bâtie, 2 milliards pour la propriété non bâtie, 1, 6 milliard pour les valeurs mobilières taxées, françaises et étrangères, 760 millions pour les rentes françaises, 1 milliard pour les rentes et valeurs étrangères, le surplus pour les revenus du commerce et l'industrie, les mines, l'agriculture, les professions libérales, les traitements publics, pen-

sions et rentes viagères, etc. Cette évaluation basée sur les résultats d'une enquête faite en 1894 par une commission extra-parlementaire, n'est plus assez actuelle. Ainsi le total des valeurs mobilières imposées à la taxe sur le revenu est passé de 1,676 millions à 2,517 millions, soit une augmentation de près d'un milliard.

Les évaluations actuelles du revenu national sont généralement comprises entre 25 et 30 milliards, dont un tiers environ pour les revenus des capitaux, immobiliers et mobiliers. Celui des valeurs mobilières, estimé à 4,5 milliards par M. Neymark (1), en formerait environ le 1/6 et les seules valeurs étrangères un 1/17.

Après avoir ainsi déterminé approximativement la place occupée par les valeurs étrangères dans la fortune mobilière puis, subsidiairement, dans l'ensemble de la fortune nationale, soit au point de vue du capital, soit à celui du revenu, il resterait à comparer l'importance et la consistance du portefeuille en France et dans les États étrangers.

Voici d'abord comment M. Neymark répartit les 523 à 550 milliards de valeurs mobilières dont l'ensemble représenterait la fortune mobilière du monde :

1. *Bulletin de l'Institut international de statistique*. Rapport de M. Neymark, 1908.

Grande Bretagne....	130 à 135	milliards
États-Unis.....	115 à 120	—
France.....	103 à 105	—
Allemagne.....	80 à 85	—
Russie.....	25 à 27	—
Autriche.....	21 à 22	—
Italie.....	10 à 12	—
Japon.....	6 à 7	—
Autres pays.....	33 à 38	—
	523 à 555 milliards	

Les statistiques officielles ou les travaux des sociétés savantes sont les seuls documents qui pourraient faire connaître, pour chacun de ces pays; le développement et la composition du portefeuille. Les uns ou les autres font trop fréquemment défaut pour qu'une statistique d'ensemble, à ce point de vue, puisse être facilement établie. Les statistiques particulières à l'Angleterre et à l'Allemagne sont, au contraire, plus nombreuses et plus complètes, et il en ressort les quelques indications suivantes :

En Angleterre, la Société royale de statistique a évalué que le capital anglais placé hors de la Grande-Bretagne s'élevait en 1907 à 2.693 millions de livres sterling. Elle estime à 515 millions de livres sterling le total des émissions étrangères et coloniales des trois années 1908, 1909, et 1910 ; ces émissions n'ont pas été entièrement couvertes et la somme des capitaux réellement absorbés a été de 455 millions de

livres sterling. Le capital britannique employé au dehors dépasse ainsi actuellement 3.100 millions de livres sterling, soit 78 milliards de francs, dont un tiers est placé en titres de fonds d'États. Plus de la moitié, les $\frac{3}{5}$ environ du portefeuille anglais sont donc composés de valeurs étrangères et coloniales.

D'après la revue anglaise, *l'Economist*, voici le total annuel des émissions faites en Angleterre depuis 1901 (millions de livres sterling).

En 1901 : 159.358	En 1906 : 120.173
1902 : 153.812	1907 : 123.630
1903 : 108.463	1908 : 192.203
1904 : 123.019	1909 : 182.356
1905 : 167.187	1910 : 267.439

Pour ces trois dernières années, ces totaux se décomposent ainsi :

	1908	1909	1910
Émissions du Royaume-Uni.	50.051	18.681	60.296
— des possessions angl.	58.650	74.758	92.378
— des pays étrangers.	83.501	88.917	114.764
	<u>192.203</u>	<u>182.356</u>	<u>267.439</u>

Une statistique faite en 1909 par le *Banker's Magazine* fait très clairement ressortir, depuis 1899, l'évolution des diverses sortes d'émissions :

	Emprunts angl.	Colon.	Étrang.	Col. et étr. réunis.
1899	53 o/o	22 o/o	25 o/o	47 o/o
1900	80	14	6	20
1901	75	18	7	25
1902	56	26	18	44
1903	39	47	14	61
1904	40	39	21	60
1905	31	29	40	69
1906	30	22	48	70
1907	25	22	53	75
1908	26	32	42	74
1909	10	34	56	90

Au point de vue de son revenu, l'ensemble des valeurs étrangères et coloniales rapporterait, d'après la Société royale de statistique, plus de 16 millions de livres sterling à la métropole, soit 4 milliards de francs, sur un taux de placement moyen de 5,2 o/o.

La fortune mobilière est donc bien plus développée en Angleterre qu'en France, et les valeurs étrangères y figurent dans une bien plus forte proportion. La comparaison des tableaux des émissions effectuées dans l'un et l'autre pays fait cependant ressortir que la proportion des valeurs étrangères émises depuis 1900 est moins élevée en Angleterre qu'en France. Même en y comprenant les valeurs coloniales, elle n'est en Angleterre que d'une moyenne annuelle de 58,8 o/o, tandis qu'en France cette moyenne s'élève à 75,2 o/o. Par suite, les valeurs nationales

anglaises représentent, en moyenne, 41,2 0/0 de l'ensemble des émissions, en France seulement 25 0/0.

La fortune mobilière de l'Allemagne est évaluée par M. Neymark de 80 à 85 milliards. En 1904, le portefeuille étranger n'était pas estimé à plus de 14 milliards. D'après un rapport officiel allemand, celui de M. Delbrück, secrétaire d'État à l'Intérieur, il n'apparaît pas, en effet, que les valeurs étrangères aient beaucoup contribué au développement de la richesse mobilière de ce pays. Voici les indications données par ce rapport, relativement aux émissions effectuées depuis 1900 :

	MONTANT TOTAL DES EMPRUNTS INTÉRIEURS ET ÉTRANGERS	EMPRUNTS INTERNATIONAUX	EMPRUNTS ÉTRANGERS	PROPORTION DES EMPRUNTS ÉTRANGERS
1900-1901	2.462,4	2.166,5	295,9	12 0/0
1901-1902	2.630,1	2.187,4	342,4	13 0/0
1902-1903	3.386,4	2.332,2	1.054,2	31 0/0
1903-1904	2.602,4	2.178,4	424,4	16 0/0
1904-1905	3.281,3	2.598,3	584	18 0/0
1905-1906	3.787,4	2.959,4	828	21,8 0/0
1906-1907	4.087,5	3.703,4	383,8	8 0/0
1907-1908	3.162,3	2.994,4	168	5,3 0/0
1908	4.261,2	4.022,5	238,7	5,6 0/0
1909	4.867,1	4.146,3	720,8	14,9 0/0
1910	3.282,5	2.854,1	528,4	15 0/0

Dans les emprunts intérieurs, les emprunts des divers États allemands, surtout ceux de la Prusse, tiennent une place très importante. Pour chacune des

trois années 1907, 1908 et 1909, ils se sont élevés à 541 millions de marks, 1.079 millions et 1.066 millions ; en 1910, à 443 millions. La proportion des emprunts étrangers est, en général, très faible et extrêmement variable. C'est cependant en Allemagne que les pouvoirs publics se préoccupent le plus de protéger le marché national contre les émissions de valeurs étrangères.

Aux États-Unis, le développement économique est encore si intense que les capitaux étrangers sont continuellement demandés pour y satisfaire. Les émissions sur les marchés européens des titres de chemins de fer américains, les émissions de toute sorte effectuées surtout sur le marché de Londres où elles se sont élevées à 21 millions de livres sterling en 1908, 15 millions en 1909 et 39 millions en 1910, attestent que loin d'avoir un portefeuille de valeurs étrangères considérable, les États-Unis ont d'abord une notable fraction de leurs valeurs nationales aux mains des capitalistes étrangers.

Des quatre grands pays du monde, l'Angleterre, les États-Unis, la France et l'Allemagne, où la fortune mobilière s'élève aux chiffres les plus importants, il apparaît donc que c'est en France où le capital annuellement disponible est le plus vivement sollicité par les émissions de valeurs étrangères.

CHAPITRE V

LES VALEURS ÉTRANGÈRES ET LE LOYER DES CAPITAUX MOBILIERS

Il est impossible de mesurer, même approximativement, l'influence que les valeurs mobilières étrangères peuvent exercer sur l'intérêt des capitaux mobiliers. Des causes trop multiples s'enchevêtrant de manières trop diverses en déterminent le taux pour que l'une d'elles puisse être facilement isolée afin d'en analyser les effets. Il est seulement possible d'établir que l'influence des valeurs étrangères sur ce loyer existe, qu'elle est utile et qu'elle peut même devenir nécessaire.

Les capitaux mobiliers sont une des formes du capital, pris dans son sens le plus général. Ils comprennent une diversité extrême de biens. Ceux dont il s'agit ici sont plus particulièrement la monnaie et les instruments de crédit qui la représentent.

L'intérêt des capitaux mobiliers est, d'une façon générale, la rémunération payée au prêteur par l'em-

prunteur pour l'usage que fait celui-ci du capital prêté. Il se présente sous deux formes distinctes, suivant qu'il provient soit de capitaux fixes, soit de capitaux flottants.

Le capital, dans son sens le plus général, est appelé circulant ou fixe suivant qu'il se transforme ou non dans la production. « Le capital fixe est toute utilité dont le produit ne change pas l'identité ; le capital circulant est toute utilité dont le produit détruit l'identité. » (Définition de M. Yves Guyot d'après le livre de M. Menier : *l'Impôt sur le capital*.) Les immeubles sont des capitaux fixes ; les matières premières nécessaires à l'industrie, des capitaux circulants.

En opposant, au sujet des seuls capitaux mobiliers les capitaux fixes aux capitaux flottants, le sens de ces deux expressions demande à être plus particulièrement précisé.

Les capitaux mobiliers fixes sont ceux qui, définitivement disponibles, recherchent un placement permanent ; les capitaux flottants, momentanément disponibles au contraire, ne recherchent qu'un placement temporaire. Les valeurs mobilières composant un portefeuille sont la représentation typique des capitaux fixes ; les achats de bons ou d'obligations au Trésor, l'escompte du papier de commerce, les reports, les avances sur titres sont les divers modes d'emploi des capitaux flottants. Aux pre-

miers correspond le taux de l'intérêt, représenté surtout ici par le taux de capitalisation des valeurs mobilières ; aux seconds, le loyer de l'argent, principalement traduit par le taux de l'escompte.

Le taux de capitalisation des valeurs mobilières est déterminé par l'intérêt qu'elles rapportent eu égard, non à leur capital nominal, mais au capital réel qu'elles représentent.

« L'escompte est la retenue faite par celui, capitaliste, banquier ou commerçant, qui paie un effet avant son échéance » (Définition du *Dictionnaire du Commerce, de l'Industrie et de la Banque*). Il représente le mieux le loyer des capitaux flottants, car il embrasse la généralité des affaires commerciales et industrielles à la différence du taux des avances sur titres et des reports qui concernent surtout les affaires de Bourse.

Il importe de distinguer le taux de l'escompte du taux de l'intérêt. En effet, le taux de l'intérêt intervient entre la masse des capitalistes et celle des emprunteurs ; le taux de l'escompte n'intéresse, au contraire, qu'une certaine partie des uns et des autres : les spéculateurs, les commerçants et les banquiers. En temps normal, ces deux loyers tendent à être identiques, mais ils peuvent être, surtout en période de crise, très différents l'un de l'autre. C'est ce que constate M. Giffen, dans ses *Essais financiers* : « Le taux de l'escompte peut subir de

grands changements sans qu'il se produise de mouvements correspondants du taux général des emprunts. »

Dans les pays où existe une banque d'émission, celle-ci devient souvent la banque des banquiers, parce qu'elle réescompte du papier déjà escompté par eux. Aussi le taux de son escompte détermine-t-il celui de toutes les autres banques et devient-il l'expression même du loyer des capitaux flottants.

Si, à la différence du taux de capitalisation des valeurs mobilières, le taux de l'escompte officiel ne résulte pas de négociations faites à une Bourse, mais d'une simple décision d'un Conseil d'administration, il n'en faut pas cependant conclure qu'il puisse être arbitrairement fixé. Il doit, au contraire, traduire parfaitement l'état du marché des capitaux : s'il était trop élevé, la banque n'escompterait plus et ne ferait plus d'affaires parce que l'argent serait partout meilleur marché que chez elle ; s'il était trop modéré, le papier de commerce affluerait à ses caisses et, en épuisant ses réserves, compromettrait son crédit.

Abstraction faite des causes secondaires qui achèvent de déterminer le taux du loyer des capitaux mobiliers (comme le montant de la coupure pour les valeurs mobilières, la durée du prêt pour les dépôts, le régime fiscal) les causes générales qui président à son établissement sont dans l'application de la loi de l'offre et de la demande et dans l'état du crédit.

Le placement de capitaux est une opération qui suppose d'abord des capitaux disponibles et ensuite la possibilité d'en trouver un emploi productif. La fixation du taux de l'intérêt résulte ainsi de la proportion qui s'établit entre les besoins et les disponibilités de capitaux, de même que la fixation des prix provient de la quantité des marchandises produites aux besoins de la consommation. La loi de l'offre et de la demande agit d'une manière identique, soit qu'il s'agisse de capitaux, soit de toute sorte de produits.

Cependant le loyer des capitaux est bien plus sensible à l'état du crédit que ne le sont les prix des produits. Les besoins des consommateurs, la nécessité pour les producteurs d'écouler leurs marchandises empêchent que celles-ci puissent rester longtemps hors des marchés où leur négociation doit s'effectuer. Il en est différemment des capitaux, car leur placement peut être indéfiniment différé. Si leur possesseur n'en retire aucun intérêt tant qu'il en garde la disponibilité, ce n'est pour lui qu'un manque à gagner, mais ses capitaux mêmes restent intacts.

Suivant que l'état du crédit est bon ou mauvais, les capitaux abondent ou font défaut. Suivant l'un ou l'autre cas, le taux de l'intérêt s'abaisse plus que ne le comporte le développement des entreprises ou s'élève, au contraire, plus que ne le comporte l'abondance des capitaux.

La contradiction qui peut ainsi se produire lorsque, par exemple, le taux de l'intérêt demeure élevé, malgré l'existence de nombreuses disponibilités, est surtout mise en relief dans la période de liquidation qui, après les crises, précède une nouvelle reprise des affaires. Ainsi la crise de 1882, après avoir causé en France des ruines nombreuses et profondément ébranlé le crédit, fit que le loyer des capitaux se maintint longtemps à un niveau élevé, quoique leur abondance dans le pays ne le justifiait plus. Les disponibilités des sociétés de crédit avaient pourtant atteint peu à peu des chiffres énormes, mais il n'en était pas fait emploi. Enfin l'émission de 18 millions de francs de rente française, en mai 1886, révéla ce que les détenteurs de capitaux avaient accumulé dans l'attente du placement qui leur paraissait le plus sûr. L'emprunt fut couvert plus de vingt et une fois ; le produit du premier versement, qui devait être de 95 millions, atteignit dès la première journée de la souscription, une somme de plus de 2 milliards (1). Ce fut le signal définitive de la reprise des affaires, de la hausse des valeurs, de la mise en œuvre de tout un capital jusqu'alors improductif ; ce fut enfin, au point de vue du taux de l'intérêt, le rétablissement d'un taux normal, conforme à la situation économique réelle du pays.

1. Neymark, *Finances contemporaines*, p. 162, année 1882. Guillaumin et C^{ie}.

Les crises sont les phénomènes économiques qui régularisent le taux de l'intérêt ; elles éclatent à l'époque où il est déprécié par l'abus du crédit, leur effet momentané est de l'exagérer, mais leur effet final est de le ramener au taux normal tel qu'il doit résulter de la proportion des besoins aux disponibilités.

Vaut-il mieux, pour l'économie nationale, que le loyer des capitaux mobiliers soit élevé ou modéré ? Ce loyer est-il toujours d'autant plus favorable qu'il est plus bas.

De la double influence de la loi de l'offre et de la demande et de l'état du crédit, il peut résulter qu'une baisse du taux de l'intérêt ne soit pas le signe d'une grande prospérité économique ni, réciproquement, que sa hausse soit l'indice d'un ralentissement des affaires. Lorsque pendant une période de grande activité industrielle, les affaires se créent et se développent plus vite que les capitaux ne naissent, le loyer de ceux-ci s'élève ; sa hausse a donc pour cause une exceptionnelle prospérité économique. Inversement, si de graves événements politiques ou économiques créent une situation générale inquiétante et que, dans l'incertitude de l'avenir, il y ait trop de risques à fonder de nouvelles entreprises ou à développer les anciennes, il peut arriver que les capitaux, quoique disponibles, ne soient pas deman-

dés; il y a alors une baisse du taux de l'intérêt qui est due à l'excessive pénurie des affaires. Cette situation se présenta en 1812, après une guerre longue et ruineuse, suivie d'une complète désorganisation politique : « Quoique la masse des capitaux allât probablement en déclinant, écrivait J.-B. Say, les emplois utiles qu'on en pouvait faire étaient devenus si rares et si dangereux, que jamais l'intérêt ne tomba en France, aussi bas qu'à cette époque. » J.-B. Say ajoutait : « Ce qui est ordinairement le signe d'une grande prospérité devint alors l'effet d'une grande détresse. »

La hausse et la baisse du taux de l'intérêt peuvent donc avoir une signification inverse de celle qui leur est généralement attribuée. Cela suppose cependant des circonstances très exceptionnelles. Ces circonstances écartées, peut-on conclure alors qu'une diminution normale et constante du taux de l'intérêt soit un bien pour l'économie d'un pays ?

Il faut reprendre ici la distinction faite précédemment entre le taux de l'intérêt des capitaux fixes et le taux d'escompte des capitaux flottants.

Le prêt de capitaux met en présence le capitaliste et le chef d'entreprise. Que celui-ci soit industriel, commerçant ou banquier, individu ou société, il est d'autant plus favorisé que le loyer des capitaux est modéré, soit au commencement de l'entreprise pour l'appel qu'il fait aux capitaux fixes, soit en cours

d'entreprise pour l'emploi qu'il fera, par l'escompte, des capitaux flottants.

La plupart des grandes entreprises ne peuvent se fonder que par le concours de capitaux fixes recueillis et concentrés au moyen d'une émission de valeurs mobilières. Lorsque leur loyer est très modéré, les frais de premier établissement et les frais généraux se trouvent atténués, le coût de production indirectement diminué; il peut être ainsi permis aux producteurs indigènes de mieux soutenir la concurrence internationale, si ce n'est même d'obtenir de nouveaux débouchés. Le bon marché du loyer des capitaux est un encouragement à la formation et au développement des entreprises industrielles et commerciales; il tend à donner à l'activité économique d'un pays une impulsion constante en l'orientant vers une exploitation intense de toutes ses richesses.

Le taux de l'escompte, lorsqu'il est stable et bon marché, exerce aussi sur les affaires d'un pays la plus heureuse influence. Un escompte bas, c'est la facilité donnée aux commerçants et industriels de réaliser leurs créances avant l'échéance et de se procurer des capitaux avec le minimum de frais. Lorsqu'une opération commerciale porte sur de nombreux capitaux, une élévation, même modérée, du taux de l'escompte est d'une très grande importance, parce qu'elle peut compromettre la plus grande partie du bénéfice espéré. La seule crainte de cette

hausse peut provoquer le ralentissement des affaires, car c'est un risque qu'il importe autant que possible d'éviter. Si elle survient en temps opportun, elle peut parfois avoir un effet salubre car, en diminuant les facilités de crédit, elle peut éviter au pays le danger d'une crise. Si elle s'impose, au contraire, à la banque d'émission parce que son encaisse est insuffisante pour résister à un afflux des demandes des commerçants, ceux-ci sont gênés dans leurs affaires; ils peuvent être finalement obligés, par la cherté ou l'irrégularité du taux de l'escompte, à se couvrir des risques ou des pertes qui en résultent pour eux, par l'augmentation du prix de leurs produits. C'est du moins le résultat auquel ils peuvent tendre, car la concurrence internationale les empêche fréquemment d'y atteindre.

Le bon marché des capitaux, soit fixes, soit flottants, favorise donc l'activité économique d'un pays en encourageant l'exploitation de toutes ses forces de production et en permettant une circulation plus intense de sa richesse monétaire. En France, particulièrement, où l'insuffisance des matières premières nécessaires à l'industrie et la cherté de la main-d'œuvre font que le coût de production y devrait être particulièrement élevé, le bon marché du crédit vient heureusement contre-balancer en partie ces causes d'infériorité et nous permet de lutter quand même contre nos concurrents étrangers.

Le bon marché des capitaux ne doit pas cependant devenir excessif, car il cesserait d'être le stimulant de l'activité économique. Tout producteur cherche généralement dans son travail l'occasion de se créer, de conserver ou de développer un capital. Or, plus le taux de l'intérêt devient modéré, plus il devient impossible d'obtenir pour un même capital le même chiffre de revenu. L'inutilité de l'épargne augmente donc à mesure qu'elle est incapable de produire un intérêt rémunérateur. C'est ce qui peut expliquer en partie comment il se fait qu'en France, pays de grande richesse mobilière, le total des dépôts faits aux caisses d'épargne en 1906 ne dépassait pas 4.800 millions, tandis qu'en Allemagne il atteignait 17 milliards de francs, dont 11 milliards pour la Prusse seule. L'intérêt moyen servi aux déposants allemands était à cette époque de 3,29 o/o et il dépassait fréquemment 3,5 o/o; en France il n'était que de 2,50 ou 2,75 o/o.

Si le loyer des capitaux fixes devait se résoudre en un taux si modéré qu'il n'y ait plus qu'un avantage insignifiant à les créer ou à les augmenter, non seulement l'esprit d'épargne serait à peu près paralysé, mais une des principales raisons de l'activité de chacun disparaîtrait.

Les institutions de prévoyance et d'assistance comme les sociétés de secours mutuels et les sociétés d'assurances auraient une existence de plus en plus

difficile ; elles seraient de plus en plus incapables d'assurer à leurs membres ou à leurs associés les avantages qu'elles ont charge de procurer puisque ceux-ci dépendent du taux de capitalisation auquel les versements effectués peuvent être placés.

Une modération extrême du loyer des capitaux fixes serait donc finalement nuisible à l'économie du pays. Ce loyer doit par conséquent être tel qu'il facilite l'expansion économique de ce pays par la création des entreprises nouvelles, tout en entretenant le goût de l'épargne par la possibilité des placements productifs.

L'extrême bon marché du loyer des capitaux flottants n'aurait pas une influence aussi déprimante sur l'activité économique d'un pays. Au contraire, il accroîtrait encore la facilité des opérations commerciales, sans pour cela décourager les prêteurs. Ceux-ci ne font, en effet, que des placements provisoires et de courte durée lorsqu'ils font des opérations d'escompte ou de reports ; jusqu'aux placements définitifs, ils peuvent donc ne bénéficier que d'un minime intérêt.

Depuis le début de la seconde moitié du siècle dernier, on a vu se réaliser en France une stabilisation de plus en plus grande de l'activité économique, en même temps qu'un accroissement continu de la richesse publique en capitaux mobiliers.

Conséquence nécessaire de ces deux phénomènes, le taux moyen de l'intérêt a considérablement diminué.

Les causes générales de cette baisse du taux de l'intérêt sont liées aux grandes transformations économiques du milieu du ^{xix}^e siècle. Les entreprises considérables qui furent alors créées pour la mise en œuvre des récentes découvertes industrielles, notamment celle de la vapeur et plus tard celle de l'électricité, déterminèrent un appel intense à tous les capitaux disponibles. Dans la période qui a précédé 1870, les placements de capitaux de 5 à 7 o/o n'étaient pas des placements aléatoires ; ils étaient considérés comme tout à fait normaux et raisonnables. Des taux plus élevés étaient fréquents, même pour des obligations. Les placements à 5 o/o étaient les plus modérés et les plus prudents ; c'était aussi le taux des prêts sur première hypothèque.

Lorsque les grands travaux publics furent achevés, lorsque l'industrie et le commerce se furent presque entièrement adaptés aux nouveaux modes de production et de transport, il y eut une abondance de capitaux qui, accrue par les revenus de toutes les entreprises précédemment fondées, trouva plus difficilement qu'auparavant des placements aussi rémunérateurs. La baisse du taux de l'intérêt était inévitable. Malgré qu'il y ait eu de nombreux et importants emprunts faits en France par l'étranger, ils ne furent pas suffisants, tout au moins jusqu'à la fin du

siècle dernier, pour enrayer la baisse du loyer des capitaux.

Actuellement les fonds publics français et les valeurs françaises de premier ordre rapportent environ 3,25 o/o, les effets publics étrangers de 3,50 à 5 o/o, suivant qu'ils émanent d'États de premier ou de second ordre, européens ou extra-européens. Ce sont maintenant les placements à 5 o/o qui sont, en général, considérés comme étant d'un taux trop avantageux pour qu'un capitaliste leur fasse, dans son portefeuille, la principale part.

De 1815 à 1900, l'intérêt net moyen des seules valeurs françaises inscrites à la cote officielle a été successivement de 8,40 o/o en 1815, de 5,30 o/o en 1869 et de 3,11 o/o en 1900. Il s'est ensuite légèrement relevé ; en 1908, il était de 3,22 o/o (1).

En prenant comme type des meilleures valeurs françaises la rente perpétuelle 3 o/o et les obligations des cinq grandes compagnies de chemins de fer, voici quelles sont les phases successives qui ont marqué la baisse du taux de capitalisation des valeurs mobilières :

RENTE PERPÉTUELLE 3 o/o

Période 1855-1864...	4,41 o/o	Année 1905...	3,02 o/o
— 1865-1874...	4,80 —	— 1906 ..	3,08 —
— 1875-1884...	3,95 —	— 1907...	3,16 —
— 1885-1894...	3,33 —	— 1908...	3,10 —
— 1895-1904...	2,98 —	— 1909...	3,07 —

1. E. Théry, *la Fortune publique en France*, p. 182. Ch. Delagrave, 1908.

OBLIGATIONS DE CHEMINS DE FER (1)

Années	Nord	P.-L.-M.	Ouest	Midi	Orléans	Est	Taux général moyen
1859	5,15 o/o	5,17 o/o	5,18 o/o	5,22 o/o	5,30 o/o	5,37 o/o	5,23 o/o
1869	4,44 »	4,54 »	4,53 »	4,59 »	4,58 »	4,65 »	4,55 »
1879	3,89 »	3,96 »	3,96 »	3,98 »	4,19 »	4,08 »	4,01 »
1889	3,56 »	3,65 »	3,64 »	3,63 »	3,89 »	3,87 »	3,70 »
1899	3,11 »	3,15 »	3,15 »	3,16 »	3,53 »	3,35 »	3,24 »
1904	3,18 »	3,26 »	3,28 »	3,27 »	3,61 »	3,42 »	3,34 »
1905	3,11 »	3,17 »	3,18 »	3,17 »	3,55 »	3,35 »	3,26 »
1906	3,16 »	3,23 »	3,27 »	3,25 »	3,59 »	3,40 »	3,32 »
1907	3,24 »	3,36 »	3,42 »	3,40 »	3,69 »	3,51 »	3,44 »

De 1860 à 1900, la baisse générale du taux de l'intérêt a été de 20 à 30 o/o ; c'est ce qui résulte aussi d'une enquête faite par M. des Essars sur les dépôts de titres à la Banque de France, pour la période 1857-1896.

Le loyer des capitaux flottants a suivi une évolution analogue, bien que sa baisse ait été beaucoup moins accentuée.

Le taux de l'escompte a été le plus élevé en 1857 où il fut momentanément de 10 o/o ; son taux le plus bas fut à 2 o/o en 1877, 1878, 1879, 1895, 1896, 1897 et 1898. Voici quel fut son taux moyen à chacune des années suivantes :

1. D'après le journal: *le Rentier* du 17 janvier 1908.

TAUX D'ESCOMPTE MOYEN DE LA BANQUE DE FRANCE (1)

Année 1805	6	0/0	Année 1885	3	0/0
De 1811 à 1850	4	»	» 1890	3	»
Année 1865	3,72	»	» 1892	2,69	»
» 1868	2,50	»	» 1895	2,10	»
» 1870	4	»	» 1900	3,25	»
» 1875	4	»	» 1902	3	»
» 1880	2,84	»	» 1908	3,04	»
			1909	3	»

Depuis la période 1860-875 jusqu'à nos jours, la baisse du taux de l'escompte a été d'environ 2 0/0.

De 1851 à 1898, la Banque de France a changé 159 fois le taux de son escompte, selon une moyenne de 3,2 fois par an ; la Banque d'Angleterre l'a changé pendant la même période 407 fois, soit 8,4 fois par an ; de 1855 à 1898, celui de la Banque de Prusse et de la Banque Impériale d'Allemagne qui lui a succédé a varié 183 fois, en moyenne 4 fois par an (2).

De 1898 à 1910 le bon marché et la stabilité du taux de l'escompte en France ressort du tableau suivant publié par la *Réforme économique* (3) :

VARIATIONS DU TAUX DE L'ESCOMPTE
DES BANQUES D'ÉMISSION DE 1898 A 1910

	France	Alle- magne	Angle- terre	Autr.- Hongrie	Belgi- que	Pays- Bas	Suisse
Nombre de variations	10	54	69	19	31	27	52
Maximum.	4,5 0/0	7,5 0/0	7 0/0	6 0/0	6 0/0	6 0/0	6 0/0
Minimum.	2 »	3 »	2,5 »	3,5 »	3 »	2,5 »	3 »
Moyenne .	3 »	4,47 »	3,62 »	4,13 »	3,56 »	3,48 »	4,17 »

1. *Bulletin de statistique internationale*. Rapport de M. Neymark, année 1910, p. 196.

2. Conant, *Monnaie crédit et banque*, p. 260. Giard et Brière, 1907.

3. *La Réforme économique* du 27 janvier 1911.

Dans la seule année 1910, il y eut cinq variations du taux de l'escompte à Berlin, dix variations à Londres ; il ne changea pas une seule fois à Paris.

La baisse du taux de l'intérêt des capitaux mobiliers, soit fixes, soit flottants, ne s'est pas effectuée d'une façon régulière et continue. Chaque fois qu'il y a eu un mouvement accentué soit dans le sens de la hausse, soit dans celui de la baisse, il a été suivi d'une période d'arrêt ou de réaction momentanée. Ainsi tous les événements comme les guerres, les révolutions, les crises économiques, après avoir causé une dépréciation extrême des cours, ont été momentanément suivis du phénomène inverse : la hausse exagérée de ces mêmes cours et un bon marché de l'argent exceptionnel. Le taux de capitalisation de la rente, par exemple, a donc plusieurs fois pu dépasser ce qu'il était antérieurement quand les capitaux étaient généralement moins abondants et, inversement, être quelquefois inférieur à ce qu'il est maintenant, malgré l'abondance actuelle de ces capitaux.

La baisse du taux de l'intérêt n'est pas spéciale aux capitaux mobiliers ; elle a été constatée aussi pour les capitaux immobiliers. De 1878 à nos jours, celle des propriétés bâties aurait été de 23 0/0 et celle des propriétés non bâties de 25 0/0.

Il n'y a pas à rechercher ici parmi les raisons de cette baisse celles qui sont particulières aux immeubles, mais seulement à remarquer l'interdé-

pendance naturelle qui existe entre les divers loyers de tous les capitaux et l'influence générale qui peut ainsi résulter de l'action des seules valeurs mobilières.

Les capitaux disponibles se répartissent entre les divers modes de placement, mobiliers ou immobiliers, suivant la productivité de chacun d'eux. Il en résulte une tendance à l'égalisation du taux de l'intérêt dans le pays. Cependant, les placements immobiliers ne sont pas indéfiniment extensibles puisque le territoire est limité et que les achats de biens-fonds à l'étranger ne peuvent être, en fait, qu'exceptionnels ; de plus, l'acquisition d'un immeuble ne fait souvent que déplacer le problème du placement définitif, car le vendeur de cet immeuble doit lui-même rechercher l'emploi du capital obtenu par sa vente.

Les valeurs mobilières, au contraire, peuvent offrir des débouchés constants aux nouveaux capitaux, car leur extension n'est pas limitée ; elles peuvent représenter, en effet, toutes sortes de richesses et non pas seulement des richesses immobilières, des richesses de tous pays et non pas seulement des richesses nationales.

Aussi, lorsqu'il y a dans un pays une grande abondance de capitaux disponibles qui ne peuvent être qu'en partie employés en immeubles, c'est surtout par les valeurs mobilières que leur productivité est quand même assurée. Lorsqu'enfin, à cause du déve-

loppement économique de ce pays, les valeurs mobilières nationales y deviennent de plus en plus insuffisantes pour suffire aux placements mobiliers, les émissions de valeurs étrangères se présentent alors comme de plus en plus utiles pour y suppléer.

L'acquisition des valeurs étrangères a le même effet sur le maintien d'un taux d'intérêt normal, quand il y a surabondance de capitaux, qu'une exportation sur le maintien des prix, quand il y a surabondance de produits : c'est d'alléger le marché et d'assurer l'équilibre nécessaire entre les offres et les demandes. La nécessité des valeurs étrangères apparaît donc dès qu'il devient impossible d'employer dans le pays même tous les capitaux disponibles ; leurs émissions ont pour effet de soutenir ou de relever non seulement le loyer des capitaux mobiliers, mais, indirectement, celui de tous les capitaux.

La nécessité du développement des valeurs étrangères en France résulte de l'accroissement continu de sa richesse en capitaux mobiliers et de la difficulté de plus en plus grande de les y faire fructifier. C'est par la multiplicité des indices qu'il est possible de saisir les divers aspects de cet accroissement car il ne peut être connu ni directement, ni entièrement. Parmi ces indices, il en est d'indirects tels que l'augmentation des recettes des grandes compagnies de chemins de fer, l'activité plus grande des ports, la

plus-value du produit des impôts, le développement du commerce extérieur. Les indices plus directs sont, par exemple, l'accroissement des dépôts dans les caisses d'épargne, l'augmentation de l'encaisse de la Banque de France et celle des dépôts dans les sociétés de crédit. Il est malheureusement impossible de connaître le chiffre des capitaux confiés aux notaires et aux banques qui ne publient pas leurs bilans.

Le solde des dépôts effectués aux caisses d'épargne en France s'est établi ainsi au 31 décembre de chacune des années suivantes (en millions).

En 1890 : 2.911	En 1900 : 3.263	En 1905 : 3.376
1892 : 3.227	1901 : 3.348	1906 : 3.434
1895 : 3.395	1902 : 3.283	1907 : 3.637
1898 : 3.400	1903 : 3.187	1908 : 3.680
1899 : 3.407	1904 : 3.246	1909 : 3.810
		1910 : 3.792

Malgré une diminution très sensible après 1899, l'augmentation du chiffre des dépôts en une vingtaine d'années était de près d'un milliard, soit de près d'un tiers.

A ne prendre qu'une courte période, les mouvements de l'encaisse de la Banque de France doivent être l'inverse de ceux du portefeuille. Une diminution de l'encaisse, en effet, est la conséquence de l'augmentation des avances ; elle est l'indice de l'activité des affaires ; l'augmentation de l'encaisse est, inversement, le résultat de la diminution du portefeuille par

conséquent, d'un ralentissement économique et financier. Mais lorsque l'examen des bilans est porté sur de plus longues périodes et qu'on y remarque à la fois l'augmentation de l'encaisse et celle du portefeuille c'est que le développement des affaires, indiqué par l'accroissement du portefeuille, a finalement causé celui des capitaux, traduit par l'augmentation de l'encaisse.

Depuis 1890, voici les chiffres concernant l'encaisse, le portefeuille et la circulation de la Banque de France (millions de francs):

Années	Encaisse	Portefeuille	Circulation
1890	2.372	9.612	3.050
1892	2.983	8.416	3.151
1895	3.203	8.622	3.527
1900	3.448	12.247	4.034
1902	3.650	9.555	4.162
1908	4.385	12.800	4.853
1909	4.371	12.336	5.324
1910	4.105	14.580	5.261

La Banque de France a escompté, en 1910, 23 millions d'effets pour une valeur totale de 14 milliards.

L'encaisse a toujours été composée du métal le plus apprécié, de celui qui est la base des transactions internationales ; l'encaisse-argent ne représente plus actuellement que le cinquième environ du total. Réfléchissant la situation économique et monétaire du pays, les bilans de la Banque de France montrent donc que non seulement la richesse en capitaux mobi-

liers augmente, mais aussi que son développement s'opère sur la base du meilleur étalon monétaire.

Les chiffres des dépôts dans les établissements de crédit ont une signification d'autant plus complète que le public est mieux familiarisé avec leurs opérations et qu'il leur confie plus aisément ses capitaux. Le public français, à cet égard, est loin de pratiquer l'usage des dépôts, des chèques et des virements sur une échelle aussi grande que le public anglais ou américain. Aussi la comparaison entre les banques françaises et les banques anglaises et américaines des chiffres des dépôts ferait-elle ressortir une très grande infériorité de ceux des banques françaises.

Les cinq principaux établissements de crédit français (le Crédit lyonnais, la Société générale, le Crédit industriel et commercial, le Comptoir national d'escompte et la Société marseillaise) possèdent la plus grande partie des dépôts que le public confie aux banques.

En ajoutant aux chiffres des dépôts faits à ces établissements qu'ils soient faits à vue ou à terme, le montant des comptes courants créditeurs, voici les totaux obtenus depuis 1890 (en millions) :

Année 1890 : 1.302	Année 1902 : 2.369	Année 1906 : 4.128
— 1895 : 1.511	— 1903 : 2.598	— 1907 : 3.736
— 1900 : 2.171	— 1904 : 3.176	— 1908 : 4.313
— 1901 : 2.300	— 1905 : 3.158	— 1909 : 4.625
		— 1910 : 4880

Au 31 août 1910, le total était de 4.888 millions. Quoiqu'il apparaisse bien réduit comparé aux 23 milliards qui sont déposés dans les banques du Royaume-Uni et aux 65 milliards déposés dans celles des États-Unis, il marque une progression plus forte en France que dans l'un ou l'autre de ces deux pays du chiffre des capitaux déposés. Depuis 1900 en France, ils ont plus que doublé ; en Angleterre, par exemple, leur augmentation n'a été que de 1/9.

La surabondance des capitaux mobiliers ressort surtout des évaluations données au montant net de l'épargne annuelle.

Le montant de cette épargne est constituée par les prélèvements effectués par chacun sur son salaire, ses bénéfices, sur ses revenus, en général. Tantôt absorbée par l'acquisition, l'amélioration d'immeubles ou l'extension des affaires, tantôt immobilisée dans les institutions de prévoyance comme les sociétés d'assurances, la plus grande partie de l'épargne est néanmoins employée à l'acquisition des valeurs mobilières.

L'évaluation donnée à l'épargne annuelle est d'environ 3 milliards. Elle serait d'au moins 3 milliards d'après M. Paul Leroy-Beaulieu. Ce serait un capital net, réellement disponible, déduction faite soit des pertes causées par les faillites, les déconfitures et les gaspillages des prodigues, soit des placements en viager, soit enfin des 300 à 400 millions que l'État,

par les droits de succession, prélève sur les patrimoines des particuliers. Or, sur les 3 milliards à placer, dit M. Leroy-Beaulieu, « c'est à peine si un tiers, c'est-à-dire 1 milliard, peut s'employer avec un modique profit dans le pays, les deux tiers doivent être exportés » (1).

Les émissions de valeurs françaises, notamment les emprunts que l'État, les départements ou les villes devront faire pour la création ou la transformation des canaux, des ports et des routes, ceux qui devront être faits par les compagnies de chemins de fer pour l'électrification des lignes, assurent pour longtemps encore l'emploi en France même d'une notable partie des capitaux indigènes ; les émissions de valeurs étrangères n'en apparaissent pas moins comme évidemment nécessaires pour absorber tout le surplus.

La nécessité des émissions de valeurs étrangères est liée au développement même du portefeuille. Il n'est pas possible de déterminer comment les revenus et les remboursements des valeurs mobilières actuellement existantes contribuent à la formation de l'épargne annuelle, mais ils participent de plus en plus à son augmentation à cause des capitaux de plus en plus considérables qu'ils représentent.

Nous ne revenons pas sur les évaluations données

1. *Économistes français* du 13 août 1910.

au revenu des valeurs mobilières. A ce revenu s'ajoutent les remboursements, c'est-à-dire les disponibilités anciennement absorbées au moment des émissions et qui font ainsi retour, par amortissement, aux capitalistes. Or, comme l'observe M. Neymark « nous sommes entré dans la période intensive des amortissements et remboursements des emprunts contractés dans la première moitié et surtout dans la seconde moitié du siècle dernier » (1). Ainsi les titres de rente française amortissable, ceux de la Ville et du Crédit foncier et de la Ville de Paris, les actions et obligations des grandes compagnies de chemins de fer doivent être remboursées dans une période qui prendra fin vers 1950. Le montant annuel des remboursements est d'autant plus élevé que l'époque où ils doivent être achevés est plus rapprochée ; tandis que pour la rente amortissable, par exemple, l'amortissement est actuellement effectué à raison de 50 millions environ par an, c'est à raison de 74 millions, puis de 99 millions, ensuite de 124 millions, et enfin de 149 millions par an qu'il sera continué.

Le montant annuel des remboursements de toutes les valeurs à revenu fixe autres que les titres de la rente amortissable peut être indirectement connu par l'impôt du 4 o/o sur les primes de rembourse-

1. *Journal de la Société de statistique de Paris*, année 1910, p. 213.

ment. Cependant le taux de ces primes est extrêmement variable : tantôt les titres produisent un intérêt élevé et sont alors émis près du pair, tantôt ils rapportent moins, mais la prime est plus forte. Il y aurait donc à déterminer le taux moyen des primes ; M. Neymark estime que l'on peut le faire osciller entre 6 et 7 o/o. Il y aurait ainsi d'après l'impôt de 1 milliard à 1200 millions d'obligations et de titres similaires remboursés chaque année.

Aux valeurs à revenu fixe il faudrait ajouter celles à revenu variable, les actions, soit que leur amortissement soit assuré par des tirages analogues à ceux des obligations, soit qu'il y ait partage de l'actif social à la dissolution de la société. De même que les actions, les titres de fonds d'États étrangers n'acquittent pas non plus l'impôt sur les primes au remboursement. En admettant que leur capital soit de 25 milliards, et le taux de leur amortissement de 1 o/o, il y aurait 250 millions environ d'effets publics possédés en France à amortir chaque année. Les valeurs étrangères non abonnées au timbre, de même que les titres achetés par les nationaux à l'étranger et qui y restent en dépôt augmentent encore la somme énorme de capitaux que le simple jeu de l'amortissement rend annuellement disponible. M. Neymark évalue actuellement cette somme de 1300 à 1500 millions ; il estime qu'elle atteindra d'ici peu, si elle ne le dépasse, le chiffre de 2 milliards. Sur les 105 à 110 milliards

de valeurs mobilières actuellement possédées en France, 65 à 70 milliards seront amortis d'ici la fin de ce siècle dont 40 à 45 milliards d'ici 1960. A eux seuls, les titres des cinq grandes compagnies de chemins de fer représentent un capital à amortir de plus de 18 milliards.

Si les sociétés, les villes, les provinces, les États étrangers qui ne cessent jusqu'à présent de faire appel au crédit français, cessaient leurs émissions ou les réduisaient trop sensiblement, il deviendrait donc impossible de trouver les débouchés nécessaires pour éviter l'accumulation des capitaux disponibles. Cette accumulation, telle qu'elle serait causée par l'enrichissement du pays, traduite par le montant net de l'épargne annuelle, accrue par les valeurs mobilières elles-mêmes, déterminerait cet avilissement extrême du taux de l'intérêt dont nous avons cherché à montrer le danger pour l'économie d'un pays.

CHAPITRE VI

LES VALEURS ÉTRANGÈRES ET LE COURS DES CHANGES

Les valeurs mobilières étrangères sont étroitement liées aux questions de change.

Au point de vue du droit international privé comme au point de vue fiscal, les valeurs nationales sont distinguées des valeurs étrangères suivant que le domicile de la société émettrice est en France ou à l'étranger. Le domicile d'une société est au lieu de son siège social réel. L'émission des titres, l'exploitation de l'entreprise pourraient avoir lieu à l'étranger ; de même, les associés, les gérants ou les administrateurs pourraient être de nationalité étrangère ; la société sera néanmoins française si les assemblées générales, les conseils d'administration et, d'une façon générale, les organes directeurs de la société se tiennent ou fonctionnent dans le pays même ; le siège social, en effet, y sera suffisamment déterminé et l'entreprise sera réputée française ; le rôle des tri-

bunaux sera seulement de reconnaître si le siège social prétendu est réel ou fictif.

Au point de vue de l'économie nationale, tout au moins au point de vue des changes, la détermination de la nationalité d'une valeur doit être tout autre. Il n'importe pas, en effet, de savoir d'où part l'impulsion donnée à l'existence de la société, mais de reconnaître s'il y a un mouvement de capitaux entre le pays où a lieu l'exploitation et celui où demeurent les porteurs de titres. Si le capital des actions et des obligations est employé à l'étranger et si les dividendes, intérêts et remboursements proviennent de l'étranger, la valeur doit être considérée comme étrangère où que soit le lieu du siège social. Aussi, lorsqu'à la cote officielle des agents de change, la rubrique des valeurs françaises comprend des titres de sociétés dont l'exploitation est à l'étranger, comme ceux du Crédit foncier du Brésil ou ceux de la compagnie des chemins de fer de la province de Buenos-Ayres, ces titres sont assimilables, pour les opérations de changes, à ceux qui sont inscrits sous la rubrique des valeurs étrangères.

Les cours des changes entre pays ayant l'un et l'autre un bon système monétaire, sont principalement déterminés par la balance des dettes et des créances qui sont intervenues entre ces deux pays. Au lieu d'opérer le règlement des transactions internationales par des envois coûteux de numéraire, les

commerçants et les banquiers se servent de tous titres représentatifs de capitaux et dont l'ensemble est désigné sous le nom générique de changes.

Les acheteurs de changes sont les débiteurs d'une place étrangère, les vendeurs en sont les créanciers. La loi de l'offre et de la demande intervient entre ces deux groupes et détermine la fixation des cours. La hausse du cours des changes est donc l'indice que le pays est débiteur de l'étranger, puisqu'elle résulte d'une demande supérieure à l'offre ; leur baisse, que le pays est créancier, puisque c'est l'offre qui dépasse alors la demande.

La différence entre les taux d'escompte des grandes places financières peut temporairement provoquer des demandes ou des offres en dehors de toutes dettes ou créances. Par les opérations d'arbitrage, les capitaux sont envoyés où ils sont le mieux rétribués et la hausse de l'escompte sur une place peut alors provoquer la cherté des changes sur toutes les autres places en rapport avec elle ; en effet, au lieu d'exiger l'envoi des capitaux qui leur sont dus, les créanciers préfèrent les laisser momentanément à la disposition de la place débitrice où l'escompte est élevé ; de même les capitalistes, pour bénéficier aussi du taux avantageux de cet escompte, y envoient leurs propres disponibilités.

A la différence des variations du taux de l'intérêt qui n'ont pas de limite précise ni en hausse, ni en

baisse, celles des changes sont comprises, au contraire, entre deux limites qu'en principe elles ne peuvent pas dépasser. Les négociations des changes ayant pour seul but d'éviter les frais de transport de numéraire, il peut y avoir intérêt à consentir ces frais, si les cours atteignent ou descendent à un certain niveau. Les « points de l'or » correspondent aux cours des changes à partir desquels il y a intérêt soit à envoyer de l'or, soit à le faire venir. Lorsque le point de sortie de l'or est atteint, le débiteur se libère aussi économiquement par l'envoi d'espèces que par l'envoi de traites ; lorsque c'est le point d'entrée, le créancier peut indifféremment vendre ses traites ou faire venir les espèces. Au delà du point de sortie, le débiteur s'acquittera par un envoi d'espèces ; au delà du point d'entrée, le créancier se les fera envoyer.

Les oscillations des cours des changes ainsi comprises entre ces deux limites se produisent par rapport au pair, c'est-à-dire au prix de la monnaie étrangère en monnaie nationale, étant donnée la quantité de métal fin que l'une et l'autre contiennent légalement. Ainsi le pair de la livre sterling est de 25 fr. 221, parce que son poids d'or équivaut à 25 fr. 221 de notre monnaie. Les frais d'envoi de numéraire de Paris à Londres sont de $\frac{7}{16}$ 0/0, soit 0 fr. 11 par livre sterling. Le point de sortie de l'or avec Londres est donc de $25 \text{ fr. } 221 + 0 \text{ fr. } 11 = 25 \text{ fr. } 331$;

son point d'entrée est de

$$25 \text{ fr. } 221 - 0 \text{ fr. } 11 = 25 \text{ fr. } 111.$$

La possession d'un portefeuille de valeurs étrangères implique, au point de vue des changes, deux sortes d'opérations, l'une momentanée, l'autre permanente. Il y a d'une part l'émission des valeurs et leur remboursement, d'autre part la distribution de leurs revenus. En fait, les remboursements s'effectuent par amortissements successifs; ils se confondent dès lors avec les revenus et agissent sur les changes de la même manière.

Lorsque les capitalistes d'un pays souscrivent à une émission de valeurs étrangères, ils deviennent momentanément débiteurs de l'État ou de l'établissement étranger puisqu'ils s'engagent à lui payer un certain capital. L'exportation de numéraire sera autant que possible évitée; comme tout commerçant, l'établissement financier qui aura procédé à l'émission s'efforcera d'en acquitter le montant par l'achat de papier commercial. Les valeurs étrangères, au moment de leur acquisition, tendent par conséquent à la hausse des changes; mais elles n'y tendent que momentanément, car une même valeur ne peut évidemment être émise qu'une seule fois. En fait, des emprunts considérables peuvent être émis sans que les changes en paraissent influencés; fréquemment les capitaux recueillis par les banques qui ont négocié ces emprunts y restent parfois longtemps

en dépôt avant que les établissements étrangers emprunteurs ne les réclament. L'envoi de capitaux, lorsqu'il a lieu, est ainsi effectué souvent par fractions successives et son effet sur les changes en est d'autant atténué.

Réciproquement, le pays émetteur peut bénéficier au moment de l'émission d'un bon marché momentané de ses changes ou du moins éviter leur tension. Ainsi le Brésil a eu pendant le premier trimestre de 1911 un excédent d'importations, alors qu'à cette époque de l'année il a généralement un excédent d'exportations. Les changes auraient dû s'en ressentir, mais les emprunts extérieurs de l'État neutralisèrent l'action qui devait alors résulter de son commerce international.

Une émission de valeurs étrangères peut ainsi ne pas comporter un mouvement de capitaux entre les deux pays emprunteur et prêteur. Si le premier a plus importé du second qu'il ne lui a exporté, la compensation des dettes et des créances commerciales lui laisse un solde débiteur ; il pourra l'acquitter, soit par les divers modes de règlement en usage, soit en abandonnant tout ou partie des capitaux qui lui sont dus par suite des émissions effectuées pour son compte. Le capital des titres peut d'ailleurs être employé en tout ou en partie dans le pays même où ils sont émis ; ainsi lorsqu'un État fait un emprunt pour l'achat de matériel de guerre et que cet achat

est effectué dans le pays prêteur, le montant de l'emprunt peut y être affecté; il n'y a alors aucune circulation internationale de capitaux.

Le service des intérêts et remboursements exerce une influence inverse de celle des émissions; le prêteur, après s'être provisoirement constitué débiteur du capital en s'engageant à l'acquitter, devient définitivement créancier dès que l'opération du prêt est effectuée. Mais tandis qu'il n'a été que momentanément débiteur, au moment de la création des titres, il devient créancier pendant toute leur durée jusqu'à leur complet amortissement.

Périodiquement, au moment de l'échéance des coupons ou de l'époque des remboursements, l'établissement étranger, État, province ou société, doit faire parvenir aux nationaux détenteurs de titres les sommes qui leur sont dues. Périodiquement, la créance de ceux-ci interviendra donc sur le marché des changes; elle s'ajoutera aux créances de toutes sortes dont la négociation est recherchée; elle contribuera ainsi à créer leur bon marché.

Les revenus et les remboursements agissent-ils différemment sur les changes suivant le lieu de leur paiement? Il peut sembler qu'un pays, ayant une dette importante à l'étranger, peut éviter que le service des intérêts et de l'amortissement influence défavorablement ses changes en prescrivant qu'ils ne seront pas effectués hors de son territoire. Les por-

teurs de titres, en étant obligés de faire encaisser leurs coupons et leurs remboursements dans le pays débiteur, lui éviteraient des envois de capitaux nuisibles pour sa richesse monétaire et la facilité de ses changes. Ce serait un raisonnement inexact; pour qu'il fût vrai, il faudrait non seulement ne payer le montant des coupons et des remboursements que dans le pays même, mais contraindre les porteurs étrangers à ne pas se le faire envoyer chez eux. Autrement ils enverront leurs coupons ou leurs titres à des banquiers qui en feront le recouvrement et ceux-ci, pour faire parvenir les fonds à leurs clients, seront tenus d'acheter des changes comme pour toute autre dette vis-à-vis de l'étranger. Le lieu de paiement des coupons et remboursements n'a donc aucune action sur les changes, dès que les domiciles des créanciers et des débiteurs sont de nationalité différente.

Le pays qui a une forte dette extérieure ne peut pas éviter que ses changes soient chers, à moins cependant qu'il n'ait un gros excédent d'exportations. Inversement, la richesse d'un pays en valeurs mobilières étrangères tend à lui assurer des changes généralement favorables.

Le changes de la France sur l'étranger sont le plus souvent favorables.

Or, les importations y dépassent de beaucoup les exportations; les rentrées de métaux précieux excè-

dent les sorties. Cependant elle n'a pas le fret énorme qui revient, par exemple, à l'Angleterre par le transport de marchandises entre pays tiers ; elle n'exploite pas au même degré que la Suisse ce qu'on y appelle « l'industrie des étrangers ». Ce n'est pas non plus la place de Paris qui centralise les vastes opérations de change internationales d'où elle retirerait, comme la place de Londres, d'abondantes créances par les commissions ; les ventes de navires ne constituent pas un facteur bien appréciable dans l'actif de notre balance des paiements. Le rapprochement entre les chiffres de notre commerce extérieur et les cours des changes doit donc faire conclure à l'efficacité de notre créance contre les places étrangères du chef des valeurs mobilières.

Le commerce extérieur spécial de 1899 à 1909, tel qu'il a été publié dans *les Annales du commerce extérieur* se décompose ainsi (en millions de francs) :

Années	Importations	Exportations
—	—	—
1899	4.518,3	4.152,6
1900	4.697,8	4.108,7
1901	4.369,2	4.012,9
1902	4.394,0	4.252,2
1903	4.801,2	4.252,3
1904	4.502,3	4.451,0
1905	4.778,0	4.866,9
1906	5.627,3	5.265,5
1907	6.223,0	5.596,1

Années	Importations	Exportations
—	—	—
1908	5,640,5	5.050,7
1909	6.246,1	5.718,1

Durant cette période, le total des importations a été de 55.795 millions ; celui des exportations de 51.722 millions. Il y a donc eu un excédent total d'importation de 4.073 millions, soit une moyenne annuelle de 370 millions, bien dépassée dans les dernières années. Le commerce spécial de 1910 comprend 6.700 millions à l'importation contre 6 milliards à l'exportation, soit 700 millions de moins. Il est vrai que les mauvaises récoltes de l'année dernière ont contribué à l'augmentation de l'excédent des importations ; cet excédent n'en demeure pas moins, non seulement normal, mais progressif. Si le commerce extérieur avait eu pour seuls éléments les objets d'alimentation, les matières premières nécessaires à l'industrie et les objets fabriqués, qui sont les trois grandes classes de produits analysés par les statistiques douanières, nous aurions été obligé de payer à l'étranger la moyenne annuelle de 370 millions de produits que nous aurions achetés en trop. C'eût été peut-être vrai, il y a quelques siècles à l'époque du colbertisme, quand les transactions internationales se bornaient à des échanges de produits et que l'on craignait un appauvrissement monétaire

par les excédents d'importations. De tels excédents sont, au contraire, l'indice d'une puissance d'achat dont les causes sont en dehors de la balance purement commerciale.

Malgré l'insuffisance des exportations pour équilibrer cette balance, les mouvements de métaux précieux enregistrés par les statistiques douanières montrent toujours un excédent des entrées sur les sorties (millions de francs) :

Années	Entrées	Sorties
—	—	—
1899	506	381
1900	605	332
1901	526	285
1902	538	243
1903	441	237
1904	755	234
1905	884	232
1906	601	337
1907	805	370
1908	1.173	183
1909	540	360
Totaux	<u>7.374</u>	<u>3.194</u>

Cette statistique est établie d'après les déclarations d'envois de métaux précieux ; or, on admet que ces déclarations sont de 50 o/o au-dessous de la vérité ;

l'écart entre les entrées et les sorties est donc, en fait, bien plus considérable.

Pendant cette période de onze années, la richesse de la France en numéraire aurait donc augmenté, au minimum, de 4.180 millions. A ce chiffre il faudrait ajouter celui que les étrangers apportent en France lorsqu'ils viennent y séjourner, chiffre certainement bien supérieur à celui qui est exporté par les nationaux, quand ils vont séjourner à l'étranger.

La cote des changes traduit mieux encore l'heureuse influence des créances de toutes sortes que nous avons contre l'étranger et qui, en dehors des créances contre marchandises, ont pour cause principale les valeurs étrangères.

Les plus hauts et les plus bas cours des changes sur les principales places financières ont été, depuis 1899, les suivants :

PLUS HAUT ET PLUS BAS COURS DES CHANGES PAR ANNÉE DEPUIS 1899

	ALLEMAGNE	AUTRICHE	ESPAGNE	HOLLANDE	PORTUGAL	RUSSIE	ANGLETERRE	BELGIQUE	SUISSE	ITALIE	NEW-YORK
Pair	1,23	1,05	1,00	2,08	5,60	2,67	25,22	1,00	1,00	1,00	5,18
	Pl.h. Pl.b.	Pl.h. Pl.b.	Pl.h. Pl.B.	Pl.h. Pl.b.	Pl.h. Pl.b.	Pl.h. Pl.B.	Pl. h. Pl. b.	Pl. h. Pl. B.	Pl. h. Pl. b.	Pl. h. Pl. b.	Pl.h. Pl.B.
1899	1,22 1,21	2,07 2,05	0,84 0,75	2,07 2,04	4,15 3,62	2,68 2,65	25,40 25,15	1/32pm 7/16pt	5/16pt 15/16pt	5,5pt 8 1/8pt	5,22 5,12
1900	1,21 1,21	1,03 1,02	0,80 0,75	2,07 2,05	4,05 3,73	2,67 2,64	25,26 25,05	7/32pt 3/8 »	pair 15/16 »	5,7 » 7,5 »	5,19 5,12
1901	1,22 1,21	1,04 1,03	0,76 0,69	2,07 2,05	4,11 3,75	2,68 2,64	25,25 25,06	pair 9/32 »	1/16pm 13/16»	1,5 » 6 1/8 »	5,21 5,11
1902	1,22 1,21	1,04 1,03	0,77 0,71	2,05 2,04	4,43 4,05	2,67 2,64	25,24 25,09	1/16pt 7/16 »	1/16pt 15/16 »	pair 3 1/4 »	5,18 5,11
1903	1,22 1,21	1,04 1,03	0,76 0,72	2,07 2,05	4,53 4,30	2,68 2,64	25,23 25,10	1/8 » 7/16 »	pair 7/16 »	1/8pm 3/8 »	5,21 5,12
1904	1,22 1,21	1,04 1,03	0,75 0,71	2,07 2,05	4,80 4,35	2,68 2,61	25,28 25,08	1/8pm 13/16 »	1/16pm 11/16»	18 » 13/16 »	5,19 5,13
1905	1,22 1,21	1,04 1,03	0,79 0,74	2,06 2,04	5,40 4,69	2,67 2,59	25,24 25,06	1/32 » 1/2 »	3/32 » 1/2 »	9/32 » 7/32 »	5,19 5,12
1906	1,22 1,21	1,03 1,03	0,95 0,79	2,06 2,04	5,55 5,17	2,67 2,58	25,31 25,08	1/8pt 9/16 »	3/16 » 7/16 »	1/4 » 7/32 »	5,21 5,12
1907	1,23 1,22	1,04 1,04	0,90 0,86	2,09 2,07	5,52 4,45	2,66 2,61	25,29 25,10	100 99	100 99	100 99	5,19 5,11
1908	1,23 1,22	1,05 1,04	0,90 0,86	2,08 2,07	5,04 4,21	2,66 2,61	25,23 25,07	100 99	100 99	100 99	5,19 5,13
1909	1,23 1,22	1,05 1,04	0,94 0,88	2,09 2,07	5,15 4,47	2,68 2,62	25,26 25,09	99 99	100 99	100 99	5,19 5,12

En 1909, voici quel a été le cours moyen du change de chaque mois.

[illegible]

Ces deux tableaux font ressortir le bon marché général de nos changes avec l'étranger. Les changes sur Londres sont les plus irréguliers parce que le papier sur cette place est le plus répandu non seulement en France, mais dans le monde entier. Il arrive fréquemment que des pays règlent les transactions intervenues entre eux par son intermédiaire, parce qu'elle est le centre mondial du marché des changes ; il en est notamment ainsi pour les pays à circulation d'argent ou de papier, lorsqu'ils ont à convertir en or le solde débiteur de leur balance commerciale. Bref, le change sur Londres est généralement le change type de toute place financière et son bon marché moyen sur la place de Paris est le meilleur indice de la situation favorable de notre pays, au point de vue de ses rapports commerciaux et financiers avec l'étranger.

Si l'on objectait cependant qu'en important de l'Angleterre moins que nous lui exportons, il est naturel que nos changes sur ce pays soient favorables, les tableaux du commerce extérieur montreraient que nous avons des changes également favorables sur les États-Unis, l'Espagne, la Hollande, la Turquie, la Russie, quoique ces pays nous envoient, surtout ce dernier, un fort excédent d'importations.

La cause du bon marché de nos changes sur les pays qui sont nos créanciers commerciaux n'est sans doute pas exclusivement imputable aux seules

valeurs mobilières étrangères; il faut cependant reconnaître que tous ces pays sont plus ou moins fortement nos débiteurs financiers du chef des valeurs émises par eux sur le marché national.

M. Neymark répartit ainsi les 32 à 35 milliards de valeurs étrangères que nous possédions en 1908 (1) (en milliards de francs).

Turquie, Serbie : 9,5 à 10 5.	Bulgarie, Roumanie : 1,5 à 2,5.	Etats-Unis et Canada : 2 à 3
Angleterre : 0,5	Autriche Grèce : 2 à 2,5 Hongrie	Egypte, Suez : 3 à 4
Belgique et Pays-Bas 0,5	Italie 1 à 1,5	Argentine, Brésil Mexique 3 à 4
Allemagne 0,05	Suisse 0,5	Bohême et Japon 1 à 2
Turquie Serbie 1,5 à 2	Espagne, Portugal 3,5	Tunisie, Colonies françaises 2 à 3

Ces chiffres ne comprennent pas les titres étrangers qui, ne circulant pas ou n'étant pas négociables en France, n'apparaissent qu'à l'occasion de faits exceptionnels comme des inventaires, des successions ou des procès. Ils ont été bien augmentés, surtout pour la Russie, du fait des émissions postérieures en 1908.

Le capital des valeurs russes possédées en France peut être actuellement de 12 milliards; en évaluant à 4 0/0 son taux moyen de capitalisation, il rappor-

1. *Bulletin de la Société de statistique internationale*. Rapport de M. Neymark, t. XVIII, p. 280.

terait chaque année 480 millions. Comparé à l'excédent des importations de produits russes sur nos exportations en Russie, le montant de ce revenu lui est très supérieur ; en 1909, cet excédent aurait été de 224 millions.

Tous les pays qui procèdent ainsi à de nouvelles émissions sur notre marché, après avoir momentanément bénéficié de changes favorables par la rentrée des capitaux d'emprunts, deviennent ensuite nos débiteurs constants jusqu'à l'expiration de la dette ; jusqu'à cette époque nos changes ne cessent pas d'en être heureusement influencés.

Les valeurs étrangères, plus particulièrement les valeurs internationales, peuvent participer à la circulation même des capitaux entre les divers pays ; c'est leur seconde manière d'agir sur les changes dans le sens de leur bon marché.

L'instrument par excellence des opérations de change, est la lettre de change, l'ordre donné par le créancier au débiteur de payer à une tierce personne. C'est le titre que rédige le créancier et par la négociation duquel il se récupère du prix que lui doit son débiteur pour les marchandises qu'il lui a livrées. Les lettres de change contre marchandises sembleraient être les seules dont l'emploi pût servir au règlement des transactions internationales ayant eu pour objet des échanges de produits. Mais déjà leur insuf-

finance pourrait être fréquente lorsque les époques de règlements ne coïncident pas ; les lettres de change de banque permettent de retarder ou d'empêcher la circulation matérielle de l'or et donnent une certaine élasticité au règlement des échanges par le papier commercial. Elles ne se rapportent plus à des envois de marchandises, mais elles sont tirées par une banque contre de simples crédits ouverts à son compte dans une banque étrangère. Elles suppléent aux traites commerciales lorsque celles-ci commencent à faire défaut, que les changes sont chers et que les exportations d'or sont à craindre.

Si les lettres de change peuvent être insuffisantes pour opérer le règlement des seules opérations commerciales, à plus forte raison le seraient-elles pour le règlement de toutes les opérations qui, en plus des échanges de produits, interviennent entre les divers pays. Sous quelque forme qu'elles se présentent, chèques, mandats, bons, câbles, transferts, leurs cours seraient très irréguliers et leur cherté fréquente ; en effet, ce n'est qu'au moment de leur liquidation que les dettes ou les créances ont une influence sur les changes ; un pays pourrait donc avoir une balance commerciale et financière qui lui soit définitivement favorable tout en ayant parfois des difficultés momentanées pour le règlement des dettes qui viennent à échéance. Il en est notamment ainsi pour les pays agricoles qui importent des produits manu-

facturés ; ils sont alternativement créanciers et débiteurs de l'étranger, et non pas simultanément. Il y a donc excès de papier offert au moment de l'exportation des récoltes et pénurie de papier demandé à toutes les autres époques de l'année.

Les valeurs mobilières étrangères, particulièrement les valeurs internationales, constituent pour le pays qui les possède en grande quantité un abondant réservoir de changes. Tous les titres négociables, titres de rente, actions, obligations, qui ont un marché sur plusieurs grandes places financières à la fois, constituent, soit par le capital qu'ils représentent, soit par leurs coupons, une véritable monnaie internationale de paiement ; ils augmentent donc d'autant les facilités de règlements. Au lieu que leur quantité et leurs prix dépendent du seul concours des banquiers et des commerçants, ils circulent librement sur les marchés et leurs prix dépendent du concours de tous les capitalistes qui provoquent leurs négociations.

Ce sont surtout les effets public et les obligations de villes ou de provinces dont l'emploi, comme auxiliaires des changes, est le plus répandu. Ce sont ensuite les actions et obligations des sociétés industrielles et de transport. Les actions des grandes banques, au contraire, sont moins aptes à remplir ce rôle : tantôt elles sont essentiellement nominatives comme les actions de la Banque de France, tantôt

elles ne sont pas négociables à terme, comme celles de la Banque d'Angleterre, tantôt comme aux États-Unis, les banques ne peuvent faire aucune opération sur leurs propres actions.

Les valeurs mobilières étrangères peuvent donc éviter la cherté des changes lorsque les circonstances économiques la provoqueraient. Leur rôle, à ce sujet, est ainsi précisé par Giffen : « Le négociant ou le banquier de Londres qui a des paiements à faire à Paris, les effectuera tout aussi facilement en achetant à Londres des rentes françaises ou toute autre valeur négociable à la Bourse de Paris et en les revendant à Paris. Un changeur qui veut virer des fonds d'une capitale à une autre, lorsque les traites font défaut, achètera des titres dans l'une et les enverra à l'autre. »

L'abondance en France des valeurs étrangères, particulièrement des grandes valeurs internationales comme les titres de fonds d'État, contribue donc à lui assurer, par la seule facilité de leur transport et de leur négociabilité à l'étranger, des changes généralement bon marché.

Normalement, ce sont les valeurs étrangères qui des deux manières indiquées, peuvent agir sur les changes ; l'inverse peut exceptionnellement se produire lorsque le pays émetteur, par une mauvaise circulation monétaire, a des changes dépréciés. Les

cours des valeurs émises par ce pays et possédées à l'étranger, y subissent alors une dépréciation analogue.

L'or est actuellement l'étalon monétaire international, sur la base duquel s'opèrent toutes les transactions. Lorsqu'un pays est à l'étalon d'or, le règlement de ses dettes vis-à-vis de l'étranger se fait sans difficulté, parce qu'il peut se libérer avec sa monnaie nationale. S'il est à l'étalon d'argent ou de papier, il lui est, au contraire, beaucoup plus difficile de l'opérer, car il lui faut trouver de l'or ou des crédits réalisables en or. Ses changes sur l'étranger y atteignent alors des cours très élevés parce qu'ils sont, en effet, des créances réalisables en or. Inversement, les créanciers étrangers subissent une perte au change, parce que leurs créances représentent une monnaie dépréciée ; cette perte s'étend aux valeurs étrangères émises par le pays débiteur, soit qu'elles constituent contre lui des titres de créance, soit qu'elles puissent tenir lieu de moyen de paiement.

Ainsi, de 1891 à 1893, il y eut en Espagne une violente crise des changes. Le papier sur Paris représentant une créance en or était très cher à Madrid, tandis que le papier sur Madrid, représentant une créance en argent, était très bon marché à Paris. Les points d'or n'existaient plus puisque l'Espagne n'avait pas d'or à exporter. Aussi n'y avait-il plus ni limite en hausse à Madrid, ni limite en baisse à Paris.

Le change sur Madrid était normalement de 480 francs ; il descendit à 435 francs en décembre 1891, puis jusqu'à 403 francs en 1893 ; il y avait donc une perte au change de près de 100 francs : le propriétaire français d'une créance de 500 francs contre son correspondant d'Espagne ne pouvait plus en obtenir que 403 francs. Les valeurs mobilières espagnoles possédées en France virent leurs cours dépréciés au même titre que les traites ; de 1891 à 1893, les porteurs français perdirent en moyenne 20 0/0 de leur capital ; la rente extérieure, par exemple, baissa de 77 fr. 25 en avril 1891 à 63 fr. 25 en décembre 1893 ; les actions et obligations de chemins de fer baissèrent parfois de plus de moitié et quelquefois davantage.

L'extrême bon marché des changes réagit donc sur les valeurs étrangères, lorsque celles-ci proviennent de pays à circulation monétaire défectueuse.

Cette hypothèse écartée, un pays est généralement plus favorisé lorsque ses créances sur l'étranger ont pour cause les valeurs étrangères qu'il possède plutôt que ses exportations. S'il est, en effet, presque exclusivement agricole ou industriel, les créances qui proviennent de ses exportations sont intermittentes et irrégulières ; si, par exemple, il est agricole et que plusieurs années consécutives il fasse de mauvaises récoltes, ses exportations s'en ressentent, ses

difficultés de régler le montant de ses importations s'accroissent d'année en année ; il peut être finalement obligé de recourir à des moyens de fortune, comme l'émission d'un emprunt, afin de solder une balance de plus en plus défavorable que ni les effets de commerce, ni le numéraire ne peuvent équilibrer.

En 1847, la France a subi une crise économique très violente. Au point de vue agricole particulièrement, les récoltes avaient été très mauvaises et le déficit de la production du blé très élevé. La plus grande partie du blé, qu'on fut alors obligé d'importer, vint de Russie. Il aurait été nécessaire de le payer par une abondante exportation de numéraire, à cause de l'insuffisance des traites et du faible développement, à cette époque, des valeurs mobilières. Le paiement en or fut cependant évité par la création de 50 millions de rente française qui furent vendus à la Banque de Russie, alors la Banque de commerce. Ce n'est pas avec de la rente française que les exportateurs de blé en France furent payés, mais avec l'or de la Banque de commerce qui la remplaça dans ses caisses par les titres de rente. En se rendant débitrice de la France, en l'espèce de la Banque de France, la Banque de commerce permit en effet, de tirer sur elle autant de traites qu'elle acquerrait de titres de rente. Ces traites furent facilement négociées aux importateurs de blé qui les expédièrent ensuite à leurs correspondants russes, leurs créanciers, Ceux-

ci substituèrent à leurs titres de créance les traites qu'on leur envoyait sur la Banque de commerce, laquelle devint ainsi indirectement leur débitrice.

Ce fut donc la création de rentes françaises qui permit de suppléer à l'absence des valeurs internationales, seuls titres susceptibles en de telles circonstances, d'éviter à un pays les suites d'une insuffisance des traites.

L'abondance des valeurs étrangères procure au pays qui les possède, quels que soient les événements ou les crises dont il puisse souffrir, une créance permanente et régulière sur l'étranger.

L'exemple le plus convaincant de l'utilité des valeurs étrangères, lorsque le pays subit une situation économique exceptionnelle, est celui du paiement de l'indemnité de guerre à l'Allemagne par la France, après la guerre de 1870.

Cette indemnité était, au total, de 5.315 millions de francs qui se décomposaient ainsi :

Indemnité en principal.	5.000.000.000
Intérêts.	301.000.000
Provision pour les frais.	14.000.000
Total	<u>5.315.000.000</u>

Les 5 milliards devaient être payés avant le 2 mars 1874, dont 1 milliard et demi dans le courant de 1871.

Ce capital fut aisément constitué grâce à la puissance de l'épargne en France, dès cette époque. Il y eut deux emprunts, l'un de 1 milliard et demi, l'autre de 3 milliards. Les souscriptions à ce dernier emprunt s'élevèrent à 43 milliards dont 26 milliards à l'étranger et 17 milliards en France.

Par le produit de ces emprunts et de diverses autres ressources, voici comment les versements faits à l'Allemagne ont pu être effectués :

Compensations (1).	325 millions
Billets de banque, monnaies allemandes, or et argent	742 —
Lettres de change	4.248 —
Total.	5.315 —

Plus des $\frac{4}{5}$ de l'indemnité ont donc été acquittés en lettres de change. Or, voici comment Léon Say, l'organisateur de cette gigantesque opération de change, a reconnu le rôle des valeurs étrangères : « Quant à l'opération même du change entreprise par le Trésor français et à la composition même du portefeuille de 4 milliards et plus que le Trésor a réuni, on peut dire que les coupons de valeurs étrangères restées en France et que les valeurs étrangères exportées en ont donné la majeure partie, presque la

1. Ces compensations comprenaient notamment le paiement de la partie du réseau de l'Est qui revenait à l'Allemagne.

totalité, à l'exclusion du mouvement des marchandises qui s'est balancé pour les trois années et au mouvement des métaux précieux qui n'a pas été aussi considérable qu'on pouvait le supposer et qui n'a fourni que fort peu de chose en dehors des envois directs faits par le Trésor français à l'Allemagne » (1).

Avant 1870, d'après Léon Say, la France pouvait absorber de 700 à 800 millions de valeurs étrangères chaque année. Il n'en fut pas émis de 1871 à 1874, puisque la grande partie des capitans disponibles furent employés à l'achat des nouveaux titres de rente. Les créances du chef des valeurs étrangères déjà possédées en France constituèrent alors autant de changes dont la négociation devait être recherchée, car elles n'étaient plus compensées par de nouvelles émissions. Il s'y ajouta les créances résultant de ventes de titres pour le compte des nationaux sur les places étrangères ; on constata ainsi, par les statistiques du paiement des coupons par certains États étrangers, qu'ils n'était plus payé que 60 millions de coupons pour la rente italienne en 1873, au lieu de 85 millions avant la guerre. Il y eut une semblable diminution pour la rente turque. L'abondance des ventes, en dépréciant les cours, amena les marchés

1. Léon Say, *Les Finances de la France sous la troisième République*, I, p. 440. Guillaumin, 1898.

étrangers, ceux de Londres, de Berlin, de Francfort, de Vienne, à nous acheter une grande partie de ces valeurs. Il en résulta des créances contre ces places qui réduisirent encore d'autant la difficulté du règlement de l'indemnité.

Les valeurs étrangères que nous possédions en 1870 ont donc puissamment contribué, d'une manière ou d'une autre, à la facilité extrême dont le pays fit preuve pour la libération de sa dette. Toutes autres créances que celles qui s'y rapportaient auraient été insuffisantes pour éviter le bouleversement économique et financier qui devait résulter d'une charge aussi lourde.

En résumé, l'extension des valeurs étrangères, telle qu'elle se réalise en France, est, au point de vue de ses changes, non seulement un facteur de plus en plus puissant de leur bon marché et de leur stabilité, mais un gage de plus en plus certain de la force de résistance financière du pays, dans les circonstances difficiles.



CHAPITRE VII

CONCLUSION ÉCONOMIQUE

L'influence des valeurs mobilières étrangères sur le taux de l'intérêt des capitaux mobiliers et sur le cours des changes n'est qu'un des aspects de l'influence générale qu'elles exercent sur l'économie nationale. Même aux points de vue de l'épargne et de la production, ce n'est que leur influence lointaine et indirecte dont nous avons cherché à faire ressortir l'existence ; elle peut être plus directe et plus sensible, elle peut même être parfois nuisible.

Toute question touchant la qualité des valeurs étrangères n'a pas jusqu'ici été considérée ; or, elles ne sont pas toujours productives de revenus, leur remboursement ou leur amortissement est quelquefois suspendu ou supprimé ; leurs cours d'introduction ou leurs mouvements de hausse sont, pour certaines d'entre elles, fréquemment exagérés par les émetteurs ou spéculateurs, au détriment de l'épargne.

Les placements faits à l'étranger présentent généralement plus de risques pour le capitaliste que s'il

les fait dans le pays même, car il lui est plus difficile de bien connaître la valeur intrinsèque et les conditions d'existence de l'entreprise étrangère et de se couvrir contre la mauvaise foi possible des émetteurs.

Il est arrivé non seulement à la masse du public, mais aussi à des capitalistes généralement avisés, de croire à la prospérité d'un État, à son essor économique à sa bonne circulation monétaire et de constater ensuite la fragilité ou l'irréalité de sa richesse. Ainsi, jusqu'en 1891, le Portugal avait été considéré comme un pays très prospère ; l'or y était étalon monétaire et son activité économique semblait ressortir de ses changes le plus souvent favorables. L'État ne cessait cependant d'emprunter, mais, confiant dans une telle situation économique, le public, en l'espèce le public français, ne cessait non plus de lui prêter. Il y était d'autant plus encouragé que dans les budgets, tels qu'ils étaient publiés, les emprunts antérieurs étaient adroitement dispersés entre les divers chapitres et qu'ils n'apparaissaient ainsi qu'en partie à celui de la dette publique. La chute de la maison Baring à Londres, en 1891, dévoila sur quel mécanisme reposait le crédit de l'État portugais. A chaque échéance importante du paiement des coupons de la dette publique, il se faisait ouvrir un crédit par la banque Baring qu'il lui remboursait ensuite largement par le produit d'un

nouvel emprunt. Dès qu'il lui devint impossible de procéder de telle manière pour assurer le service de sa dette, ce fut dans le pays même un intense resserrement monétaire ; au dehors, et surtout en France, ce fut la baisse effrénée de toutes les valeurs portugaises et des pertes énormes pour leurs porteurs.

La prospérité d'un État peut être réelle à l'époque où il emprunte, mais ne pas être stable : par exemple, lorsqu'il est exclusivement agricole, plusieurs années de mauvaises récoltes, en réduisant les exportations, peuvent diminuer la richesse du pays, compromettre le rendement des impôts, exposer enfin les porteurs de titres au risque d'un arrêt dans le service de l'emprunt.

Malgré le caractère officiel des budgets, leur examen peut induire en erreur, à cause de la difficulté de les comprendre. La complexité fréquente apportée à leur composition a pu faire dire que, même pour la France, il était très difficile de connaître le montant exact de la dette publique. Quant à la plupart des budgets étrangers, l'impossibilité de savoir si toutes les recettes et si toutes les dépenses y figurent, la diversité des législations financières sur lesquelles ils s'appuient, laissent le souscripteur d'un emprunt généralement incapable d'apprécier par lui-même la situation financière exacte de son débiteur.

A plus forte raison, les émissions de valeurs étrangères autres que celles des fonds d'État, exposent-

elles leurs souscripteurs à de plus grands risques de dépréciation ou de perte de leur capital. Le krach des valeurs de mines d'or, en 1895, pour citer des valeurs qui, au point de vue sécurité, sont généralement à l'opposé des titres de rente, infligea à une épargne trop crédule, de ruineuses désillusions.

Pratiquement, le public ne peut pas reconnaître si les valeurs qui lui sont offertes, surtout les valeurs étrangères, ne présentent pas de risques plus grands que ceux qu'on lui découvre. L'initiative des établissements financiers n'est parfois pas assez désintéressée pour le guider toujours d'une façon bien certaine. L'Association nationale des porteurs français de valeurs étrangères, en ayant pour but spécial de leur faciliter la défense de leurs intérêts lorsqu'ils sont compromis, peut bien atténuer parfois les pertes résultant de mauvais placements, mais son rôle n'est pas de les prévenir.

L'industrie nationale peut souffrir des émissions de valeurs étrangères; même à garanties équivalentes, celle-ci rapportent un intérêt supérieur à celui des valeurs nationales. Le public peut donc s'orienter souvent de préférence vers elles au détriment, par conséquent, des valeurs et par suite des entreprises françaises. De plus, les établissements financiers qui opèrent des émissions se sont vu quelquefois reprocher d'ouvrir trop fréquemment leurs

guichets aux émissions de valeurs étrangères. Que ce reproche soit fondé ou non, il est certain que ces valeurs, émises généralement pour des capitaux considérables, peuvent supporter des taux de commission bien plus élevés que ceux des valeurs françaises. Ensuite elles engagent moins la responsabilité des émetteurs, car ceux-ci, l'émission effectuée, ne sont pas tenus, vis-à-vis de leur clientèle, d'un contrôle aussi complet et aussi continu si l'entreprise est étrangère au lieu d'être indigène.

Les valeurs étrangères peuvent-elles donc devenir si abondantes qu'il puisse y avoir lieu de craindre que le capital national devienne insuffisant pour le développement économique du pays même? Ne doit-il pas y avoir, au contraire, un fait économique qui, à la longue mais automatiquement, rétablisse un équilibre normal entre les deux éléments français et étranger du portefeuille?

Souvent, en économie politique, l'excès d'un mal provoque son remède. Ainsi, lorsque la circulation monétaire d'un pays devient défectueuse, les exportations sont encouragées, les importations découragées; la monnaie saine qui existe encore dans le pays tend à y rester, tandis que la monnaie saine de l'extérieur tend à y rentrer. Des deux façons, la circulation monétaire intérieure doit peu à peu s'améliorer. La loi de substitution, d'après laquelle la cherté excessive d'un produit oriente la consumma-

tion vers les produits similaires et oblige ainsi les vendeurs du produit délaissé à rétablir un prix normal, est encore un des aspects de l'interdépendance habituelle des phénomènes économiques.

Théoriquement, le taux de l'intérêt serait, en effet, le facteur qui, par ses variations, maintiendrait l'équilibre nécessaire au pays entre le montant des valeurs nationales et celui des valeurs étrangères. Lorsque celles-ci seraient émises en telle quantité que le portefeuille national en serait surchargé, les chefs d'entreprise, particuliers ou sociétés, seraient finalement obligés, pour retenir les capitaux, de leur donner une rémunération plus forte. La hausse du taux de l'intérêt serait donc la conséquence économique naturelle de l'exode excessif des capitaux à l'étranger; elle deviendrait la cause de leur retour et de leur maintien à l'intérieur même du pays.

En fait, les éléments qui concourent à la production sont d'une telle diversité qu'ils rendraient le plus souvent inefficace ou impossible l'action seule du taux de l'intérêt. La législation fiscale, la législation douanière, l'insuffisance des matières premières, la cherté de la main-d'œuvre, les charges de toute sorte qui grèvent le coût de production, tandis que la concurrence internationale empêche une élévation continue des prix, sont autant de facteurs qui obligeraient à maintenir à un même taux le loyer des

capitaux, même si leur exode devenait excessif.

Les pertes qu'elles peuvent causer à l'épargne par la surélévation de leurs cours, la concurrence qu'elles peuvent faire à la production nationale par leur surabondance dans le portefeuille, tels sont les deux sortes de dangers éventuels relatifs aux valeurs étrangères, contre-partie de leurs avantages habituels.

Il n'entre pas dans les cadres de cette étude de faire l'exposé et la critique des mesures qui, en France, pourraient éviter à l'épargne et à l'industrie nationale les dangers inhérents à une grande abondance de valeurs étrangères. Le rôle des pouvoirs publics à cet égard concerne les seuls valeurs dont la négociabilité au marché officiel est demandée à la Chambre syndicale des agents de change. Il est ainsi défini par l'article 5 du décret du 6 février 1880 : « Le ministre des Finances peut toujours interdire la négociation, en France, d'une valeur étrangère. »

En fait, l'autorisation du ministre des Finances a toujours été sollicitée par la Chambre syndicale avant que le valeur admise par elle ne soit inscrite à la cote. Dès 1825, quoique le ministre des Finances se reposât entièrement « sur la prudence de la compagnie pour concilier l'exécution des règlements

avec ce qu'elle doit au public et à elle-même (1) », c'est cependant une véritable autorisation préalable qu'il accordait lorsque, par une lettre du 12 novembre, il permettait la cotation d'un emprunt espagnol.

Depuis quelques années, l'intervention gouvernementale se dessine plus continue et plus active, soit dans un intérêt économique ou financier, soit dans un intérêt politique ou diplomatique. Pour les émissions des emprunts d'États, notamment, c'est le gouvernement qui, le plus souvent, est directement pressenti et c'est par la voie diplomatique que leurs conditions d'admission à la cote sont arrêtées ; la Chambre syndicale ne fait alors que déférer aux décisions gouvernementales.

Ni la Chambre syndicale, ni le gouvernement ne sont engagés vis-à-vis du public, lorsqu'une valeur étrangère est admise et autorisée.

L'admission prouve seulement que la société émettrice est régulièrement constituée selon les lois et usages de son pays, que ses valeurs y sont déjà cotées officiellement, qu'elle s'est enfin conformée à la législation fiscale française.

L'autorisation, qui émane, en fait, du ministre des Affaires étrangères, signifie simplement que

1. *Manuel des Agents de Change*, p. 359. A. Rousseau, 1893.

l'intérêt du Trésor est sauvegardé, ainsi que l'intérêt politique général.

D'aucune manière, la qualité des valeurs admises et autorisées n'est garantie. Mais l'imprécision ou l'insuffisance des textes, la survivance ou l'extension d'une sorte de tradition donnent une grande élasticité au rôle que peut assumer l'État, à l'occasion de l'émission des valeurs étrangères.

Vu : le Président de thèse,

C. PERREAU

Vu : le Doyen,
CAUWÈS

Vu et permis d'imprimer :
Le Vice-Recteur de l'Académie de Paris,

L. LIARD



BIBLIOGRAPHIE

- ARNAUNÉ. — Monnaie, crédit et change, 1902.
- BEAUREGARD. — Éléments d'économie politique, 1886.
- BOUCARD et JÈZE. — Éléments de la science des finances et de la législation financière, 1902.
- CAILLAUX. — Les Impôts en France, 1911.
- CAUWÈS. — Cours d'économie politique, 1893.
- CELLERIER. — Le Change sur l'étranger et le régime monétaire suisse. Genève, 1904.
- COLSON. — Traité d'économie politique, 1903.
- CONANT. — Monnaie et banque, 1907.
- FOVILLE (DE). — La Monnaie, 1907.
- GIDE. — Principes d'économie politique, 1903.
- GIFFEN. — Essais financiers. Londres, 1886.
- GOSCHEN. — Théorie des changes étrangers, 1892.
- GUYOT et RAFFALOVICH. — Dictionnaire du commerce, de l'industrie et de la banque.
- JUGLAR. — Des Crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis, 1889.
- LESCURE. — Crises générales et périodiques de surproduction, 1910.
- LAVERGNE (Alex. de) et HENRY (Paul). — La Richesse en France : fortunes et revenus privés, 1908.
- LEROY-BEAULIEU (P.). — Traité théorique et pratique d'économie politique, 1910.
- Traité de la science des finances, 1898.
- LÉVY (R.-G.). — Rapport à l'Institut international de statistique. Session de 1908.
- Manuel des Agents de Change, 1893.
- MÉLIOT. — La Monnaie, le change et l'arbitrage, 1908.

NEYMARK. — Finances contemporaines, 1878 à 1911.

— Les Valeurs mobilières en France, 1904.

— Rapports à l'Institut international de statistique et à la Société de statistique de Paris.

RAFFALOVICH. — Le Marché financier, 1909 à 1911.

SAY (L.). — Finances de la France sous la troisième République, 1898.

SYKES. — Banques et circulation. Londres, 1905.

THÉRY (E.). — L'Europe économique, 1911.

— Les Valeurs mobilières en France, 1897.

— Les Crises des changes, 1901.

— La Fortune publique en France, 1908.

WARL (A.). — Traité du régime fiscal des valeurs mobilières des sociétés par actions, 1908.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
AVANT-PROPOS	7
CHAPITRE PREMIER. — Développement des valeurs mobilières d'après l'annuité successorale mobilière.	11
CHAPITRE II. — Développement des valeurs mobilières d'après les impôts sur les valeurs mobilières	25
CHAPITRE III. — Développement des valeurs mobilières d'après les émissions de valeurs mobilières	57
CHAPITRE IV. — Comparaison entre les statistiques précédentes et conclusion.	71
CHAPITRE V. — Les Valeurs étrangères et le loyer des capitaux.	87
CHAPITRE VI. — Les Valeurs étrangères et le cours des changes.	115
CHAPITRE VII. — Conclusion économique.	143
BIBLIOGRAPHIE.	153

